

LA
VITESSE DE CIRCULATION
DE LA MONNAIE
ET
LES VARIATIONS DE SON POUVOIR D'ACHAT

(Contribution à l'étude d'une Théorie réaliste)

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 6 Mars 1930, à 14 heures

PAR

Henry HORNBOSTEL

LICENCIÉ ÈS LETTRES

AVOCAT A LA COUR D'APPEL DE PARIS

MEMBRES DU JURY :

Président: M. AFTALION.

Suffragants .. { M. OUALID } *Professeurs*
 { M. LESCURE }

— PARIS —

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU ET C^e, ÉDITEURS

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13 (V^e)

1930



Digitized by the Internet Archive
in 2026

THÈSE

POUR LE DOCTORAT

**La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les
thèses; ces opinions doivent être considérées
comme propres à leurs auteurs.**

LA
VITESSE DE CIRCULATION
DE LA MONNAIE
ET
LES VARIATIONS DE SON POUVOIR D'ACHAT

(Contribution à l'étude d'une Théorie réaliste)

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le 6 Mars 1930, à 14 heures

PAR

Henry HORNOSTEL

LICENCIÉ ÈS LETTRES

AVOCAT A LA COUR D'APPEL DE PARIS

MEMBRES DU JURY :

Président : M. AFTALION.

Suffragants .. { M. OUALID } *Professeurs*
 { M. LESCURE }

— PARIS —

LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU

ROUSSEAU ET C^{ie}, ÉDITEURS

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13 (V°)

1930



PRÉFACE

On accorde à l'économie politique le titre de science parce qu'elle prétend affirmer que les faits dont elle s'occupe sont liés entre eux par des relations constantes qu'on appelle des lois.

Mais s'il est des domaines où la succession des événements se déroule avec une régularité remarquable, il en est d'autres où les prévisions conservent une part d'incertitude parce que les mobiles qui déterminent les actes des hommes sont trop nombreux et trop embrouillés pour que nous puissions en démêler l'écheveau.

Notre action sur les facteurs sociaux est renfermée dans certaines limites et il serait vain de lui reconnaître une efficacité incompatible avec la nature des phénomènes qui déterminent l'activité humaine.

Si la théorie économique veut conserver malgré tout son caractère de science, elle est obligée de recourir à un compromis consistant à abandonner la recherche des rapports nécessaires pour se cantonner dans la sphère du probable et même du possible, celle-ci étant d'ailleurs infiniment plus vaste que ne le pensait l'école classique.

Il ne s'agit donc pas de formuler une théorie universelle capable de s'appliquer à toutes les phases de la vie économique et à toutes les manifestations de son évolution, et il importe seulement de discerner les tendances qui exercent leur influence à une époque donnée, dans un milieu social déterminé et se révèlent comme telles à un observateur attentif.

Une semblable conception a été développée récemment en Allemagne par Werner Sombart, dans une série d'ouvrages dont quelques uns *Der moderne Kapitalismus*, *der bourgeois* ont été traduits en français. Nous avons pensé qu'il était facile d'appliquer sa méthode de relativisme économique à d'autres problèmes et qu'une étude des phénomènes monétaires gagnerait à être entreprise dans le cadre de la psychologie historique, branche encore inexplorée de la psychologie sociale et collective.

Les diverses expériences qui se sont poursuivies particulièrement dans les dernières années ont eu sur la vie sociale une répercussion profonde et si personne n'ignore plus l'importance dans une société moderne des questions de monnaie, de change et de crédit, il a paru jusqu'ici impossible de concilier les principes fondamentaux servant de base aux théories anciennes avec la réalité telle qu'elle nous est apparue au cours d'un passé récent.

Tandis que la doctrine quantitative affirme encore, avec certaines restrictions, il est vrai que toute variation de la quantité de numéraire en circulation entraîne une variation correspondante du niveau général des prix, la

théorie psychologique prenant exactement le contrepied de l'interprétation classique, soutient au contraire, en s'appuyant sur l'observation des faits contemporains, qu'il n'y aurait aucun lien nécessaire entre le volume des instruments de paiements et le pouvoir d'achat de l'unité monétaire.

Mais on s'accorde cependant à reconnaître que les modifications du niveau général des prix se trouvent exprimées d'une façon suffisamment nette dans l'équation d'Irving Fisher ($MV + M'V^1 = PT$).

Il en résulte (M. P. et T. étant des éléments déterminés ou tout au moins déterminables) que les divergences d'appréciations porteront nécessairement sur le rôle qu'on doit attribuer à V, c'est-à-dire à la vitesse de circulation. Celle-ci se trouve être ainsi la véritable inconnue du problème monétaire et pourra être considérée comme l'élément capital servant à orienter l'ensemble des recherches sur ce sujet. Est-il besoin d'insister sur l'extrême intérêt que présente V pour l'analyse des faits qui se sont déroulés au cours de ces dernières années. En effet, si la vitesse de circulation est pratiquement une constante dépendant d'habitudes peu variables du public, le point de vue quantitatif paraîtra plus exact. Si au contraire, elle s'avère essentiellement instable, ce sont les facteurs psychologiques qui devront être mis en évidence.

Mais avant de formuler une opinion définitive, ne serait-il pas nécessaire de dégager les mobiles dominants de chaque période économique et de les classer en tenant compte de l'intensité de leur action respective. Peut-on soutenir a priori que l'indétermination des fluctuations

de V ait été toujours la même au cours des siècles et ne conviendrait-il pas d'accorder au milieu social, aux conditions historiques, à la structure interne des systèmes monétaires une influence prépondérante. N'y aurait-il pas dans le cadre de la théorie générale de la monnaie, possibilité d'expliquer les conceptions anciennes aussi bien que les principes nouveaux.

Nous pensons que c'est dans une étude détaillée des variations de la vitesse de circulation de la monnaie que nous apercevrons le mieux les points de contacts entre les différentes opinions formulées.

Puisque c'est la vitesse des paiements qui doit à chaque instant rétablir l'équilibre de l'équation de l'échange, l'analyse des causes qui lui impriment un rythme tantôt accéléré, tantôt ralenti, présente le plus grand intérêt pour l'explication des réactions des phénomènes les uns sur les autres.

Nous devons parvenir en l'analysant à nous rendre compte si les prix se révèlent rigoureusement adaptables à l'abondance ou à la rareté des disponibilités. Sans doute, les faits en eux-mêmes, selon qu'on les considère à une certaine époque plutôt qu'à une autre, paraissent fournir des arguments, aux deux tendances opposées.

Mais la contradiction devient trop forte si l'on prétend demander exclusivement à l'observation les éléments d'une théorie de la monnaie qui soit en harmonie avec la complexité des événements.

M. Aftalion, dont nous nous honorons d'avoir été l'élève à la Faculté de Droit de Paris, a démontré d'une façon irréfutable, à la lumière des expériences monétaires

récentes, le rôle considérable que jouent les facteurs psychologiques en matière de prix et de change.

Considérant ces résultats comme acquis, nous nous sommes cependant demandés quelle part il convenait encore de faire aux différents facteurs quantitatifs. C'est par l'intermédiaire de la vitesse de circulation que nous avons cherché à jeter un pont entre les anciennes conceptions et les nouvelles.

Il nous a paru possible d'en faire la synthèse en cessant de considérer comme immuables les rapports entre les éléments quantitatifs et qualificatifs et en tenant compte des changements survenus dans la structure interne des systèmes monétaires, lesquels n'ayant pas affecté au même degré tous les phénomènes à la fois, ont rendu nécessaire des réajustements successifs de leurs relations réciproques.

Nous nous proposons d'étudier dans la première partie de cet ouvrage, la vitesse de la circulation de la monnaie en elle-même et de déterminer son importance théorique.

Nous consacrerons une deuxième partie à l'influence des revenus et des prix, c'est-à-dire à celle des facteurs psychologiques sur le rythme des échanges et nous nous demanderons dans la troisième s'il convient de conserver l'instrument des paiements comme mesure des valeurs, en faisant confiance aux méthodes par lesquelles on prétend arriver à stabiliser son pouvoir d'achat.

La quantité de monnaie et sa vitesse de circulation sont les deux cercles plus ou moins élastiques qui maintiennent les prix dans des limites variables. Jusqu'à une époque récente, ils se sont généralement montrés assez

résistants pour permettre à la monnaie de remplir sa fonction spéciale dans les pays civilisés, mais il arrive maintenant que ces cercles deviennent trop plastiques et que le faisceau se relâche.

Le but que nous nous assignons consiste uniquement à définir la nature spéciale de la vitesse de circulation, pour essayer d'expliquer en ses traits distinctifs la remarquable influence qu'elle est susceptible d'exercer par sa plus ou moins grande souplesse sur l'évolution des phénomènes monétaires, et les conditions actuelles de la vie économique.

FÉVRIER 1930.

La Vitesse de Circulation de la Monnaie et les Variations de son Pouvoir d'Achat

(Contribution à l'étude d'une théorie réaliste)

PREMIÈRE PARTIE

La vitesse de circulation de la Monnaie considérée en elle-même

CHAPITRE I

LA THEORIE DE LA VALEUR ET LA THEORIE GENERALE DE LA MONNAIE

En matière économique, il faut souvent se garder de formules trop absolues, car on y atteint quelquefois les confins de la psychologie et une terminologie à tendances mathématiques en éliminant toute relativité dans l'énoncé de certaines lois cristallise des conceptions erronées qui souvent n'étaient pas l'expression exacte de la pensée de leurs auteurs.

Tout ce qui touche à la monnaie a été en quelque sorte vicié par la difficulté d'ajuster le vocabulaire aux réalités, et les théories toujours en retard sur les événements, les ont suivis pas à pas souvent périmées au moment où elles étaient énoncées d'une manière satisfaisante.

Pour nous qui voyons dans le développement des révolutions monétaires, la suite d'une lente évolution parallèle à la formation de ce qu'on appelle le monde moderne, nous ne pouvons nous empêcher de remarquer que les lois qui régissent les échanges ont subi l'influence des milieux, des circonstances de la structure interne des systèmes monétaires, et nous sommes obligés de nous demander avant de porter un jugement définitif sur certaines opinions, s'il n'y a pas lieu de les situer à leur époque afin d'en avoir une conception plus conforme à ce que Werner Sombart appelle la psychologie historique.

Des relations d'échange de plus en plus complexes se sont établies entre les hommes ; la monnaie telle que nous l'employons actuellement s'est imposée progressivement après maintes vicissitudes comme l'instrument actuellement le plus apte à les favoriser. ; elle est avant tout un artifice, un procédé commode, œuvre purement cérébrale comme le serait la règle d'un jeu de cartes. Les lois qui la régissent ne peuvent donc exprimer que les conséquences pratiques de son utilisation dans les conditions déterminées par la règle qui s'est historiquement imposée.

Née des difficultés du troc primitif qui ne permettait pas une distribution des produits en harmonie avec les besoins de chacun, la monnaie fut une marchandise d'abord quelconque, puis spécialisée sous forme de métaux précieux. Maintenant le métal qui sert encore de base aux systèmes monétaires des divers pays n'est plus que le support d'un ensemble complexe d'instruments

de paiement et de crédit. Les produits s'échangent contre des produits, mais l'on n'est pas revenu au troc ancien, car la monnaie a rempli son emploi de distribution souvent invisible, souvent matériellement absente, mais néanmoins efficace puisqu'elle a rendu les services que l'on attendait d'elle.

Pourtant, en raison même des perfectionnements apportés à son usage, de l'universalité de ses fonctions, elle joue dans la vie contemporaine un rôle capital, puisque si elle ne crée pas de valeurs, elle en est la représentation et l'on peut dire que l'étude des phases de son évolution est d'une importance essentielle pour l'Economie politique, car il dépend de l'homme de la perfectionner et il semble possible dans une certaine mesure, de réduire les inconvénients inévitables de son utilisation.

Ce sont les variations du pouvoir d'achat de l'unité monétaire qui, au point de vue pratique, présentent le plus grand intérêt. On sait que l'instrument commode utilisé pour les mesurer est le nombre indice, qui permet de suivre les variations générales des prix. Il faut cependant remarquer que cette méthode permet de comparer les quantités de marchandises que l'on peut se procurer pour la même somme à deux époques différentes et nous renseigne sur une valeur d'échange objective. La valeur d'usage subjective de l'ensemble des produits et de l'unité monétaire pourra varier simultanément sans influencer les nombres indices, puisque ce n'est pas le pouvoir d'achat qui se sera modifié, mais l'importance que nous attachons à la possession des marchandises. Pour apprécier d'une façon équitable les fluctuations de

ce pouvoir d'achat, il faut tenir compte du niveau de l'existence qui s'est progressivement élevé et a diminué la valeur d'usage de la plupart des objets de consommation.

Ainsi la valeur d'échange qui n'est qu'un rapport ne peut-elle être qu'une mesure relative et très imparfaite. Mais si la comparaison de deux choses entre elles aboutit à un résultat tout-à-fait arbitraire, la comparaison d'une chose par rapport à toutes les autres (méthode des indices), donnera une idée beaucoup plus exacte de ses variations sans pour cela indiquer une mesure absolue de valeur.

À cet égard, le travail ou plutôt l'unité de travail qui au point de vue de la distribution est sans lien avec la valeur, est dans le temps, un étalon beaucoup plus fidèle. Mais il ne faut pas parler de valeur-travail, on doit dire valeur du travail, c'est-à-dire mesurer les biens que l'unité du travail permet d'acquérir non seulement à des époques, mais dans des pays différents. Pour apprécier le standard of life, le travail est une unité satisfaisante de mesure, dans l'espace et dans le temps.

Pour en revenir à la monnaie, comme toute chose, elle a une valeur d'échange. Malgré ses particularités, c'est dans le cadre de la théorie générale qu'il faut rechercher les principes avant de l'analyser dans la complexité de ses réactions.

On admet aujourd'hui, d'une manière à peu près constante que l'utilité et la rareté sont les fondements de la valeur. L'utilité s'apprécie d'après les besoins que satisfait le dernier objet d'un groupe d'éléments sem-

blables. Waltras, Menger, Stanley, Jevons, ont exposé presque en même temps cette thèse connue sous le nom de théorie de l'utilité finale.

En langage courant, cela revient à dire que l'utilité dépend de la quantité et de la qualité.

M. Aftalion a apporté à cette définition une correction ou plutôt un développement. Il a fait remarquer que la valeur ne dépend pas de l'utilité que donne la marchandise, mais de l'utilité qu'on en escompte (1).

Cette observation est primordiale, car elle fait comprendre les influences psychologiques sur la notion de valeur.

D'ailleurs ce ne sont pas seulement les qualités que l'on attribue à une chose, qui sont sujettes à variations. Ces qualités n'ont rien d'absolu et nos besoins eux-mêmes sont relatifs suivant l'époque ou le milieu.

On peut concevoir des dispositions artificiellement conçues et même des besoins conventionnels. La volonté de l'homme peut créer de toute pièce des qualités et les abandonner par la suite. Il n'y a pas dans ce domaine où les objets n'ont que la valeur qu'on leur attribue, de vérité absolue et même l'utilité réelle que procure la marchandise est sujette à modifications. Enfin, les conventions entre individus, les nécessités d'exécution es contrats peuvent obliger les débiteurs à se procurer

(1) Aftalion, *Monnaies, prix et changes*, op. cit., p. 227 :

« D'une façon générale, on pourra dire que la valeur dépend non pas de l'utilité de la dernière unité, mais plutôt de l'utilité qu'on lui attribue, de l'utilité qu'on en attend. Dans la théorie de la valeur, on mettra par là en relief le rôle que joue la croyance ».

certaines objets à des conditions très onéreuses lorsqu'ils sont liés par une obligation, ce qui contribue encore à faire varier leur valeur en dehors de toute considération logique.

Cependant, il est des besoins relativement stables ; souvent des moyennes s'établissent entre des conceptions divergentes et il ne faudrait pas négliger l'importance des facteurs numériques, mais elle est changeante non seulement dans le temps mais selon la nature des besoins à satisfaire.

Il est des produits dont la demande est plus élastique ; il en est d'une utilité plus instable que d'autres qui tirent leurs qualités d'une mode éphémère, et l'élément quantitatif est tantôt pratiquement et le seul dominant, tantôt au contraire, il passe au second plan.

L'étude des variations de la valeur de la monnaie doit entrer dans le cadre de la théorie générale (1).

A ce sujet, M. Aftalion pense que la théorie quantitative de la monnaie qui sous toutes ses formes donne aux éléments mesurables une importance primordiale, n'est qu'une survivance de l'ancienne formule de la loi de l'offre et de la demande (2).

Pour cet auteur la théorie quantitative ayant été élaborée dans des temps assez lointains où la nouvelle conception de la loi de l'offre et de la demande n'exis-

(1) Anderson *The value of money*, op. cit., p. 46 : « The theory of the value of money is a special case of the general theory of economic value ».

(2) Aftalion, *Crises périodiques de surproduction*, tome II, pages 277-278. Monnaies prix et changes, page 230.

taut pas, a continué à persister après l'abandon des anciennes définitions de la valeur auxquelles elle n'aurait pas dû survivre.

Nous ne partageons pas entièrement cette manière de voir et nous ne pensons pas que même du temps de Ricardo, la loi de l'offre et de la demande ait été jamais formulée en termes assez absolus pour justifier son application automatique dans tous les domaines.

Un économiste classique Jean-Baptiste Say par exemple, emploie bien cette formule de son époque : « *L'élévation des prix est en raison directe de la quantité demandée et en raison inverse de la quantité offerte* ».

Mais il énonce cette loi pour les facteurs quantitatifs et il ne manque pas d'énumérer les éléments qualitatifs qui peuvent influencer le prix des marchandises (1).

Il ne méconnaît pas l'influence des passions et des prévisions ni celle des facteurs purement moraux.

Même en un temps où l'analyse économique était beaucoup moins poussée, on ne pouvait contester le plus ou moins d'élasticité de la demande d'un produit.

(1) J.-Baptiste Say, *Economie politique*, *op. cit.*, tome II, page 14 : « Quant à la quantité offerte, ce n'est pas seulement celle dont l'offre est formellement exprimée, c'est la quantité d'une marchandise que ses possesseurs actuels sont disposés à céder en échange d'une autre ou si l'on veut. *à vendre au cours* ».

Ibid. page 15 : « Quand l'année s'annonce pour être bonne et fertile en vins, les vins des récoltes précédentes, et même avant qu'on ait pu livrer à la consommation une seule goutte de la récolte nouvelle, baissent de prix ».

Ibid., page 19 : « L'espérance, la crainte, la malice, l'envie d'obliger toutes les passions et toutes les vertus, peuvent influencer sur les prix qu'on donne ou qu'on reçoit ».

La théorie quantitative de la monnaie semble historiquement avoir pour origine des observations spéciales à la monnaie et paraît procéder d'une certaine conception de son rôle car on ne retrouve pas dans son énoncé, la même prudence que dans les explications sur la loi de l'offre et de la demande en général.

Il est toutefois évident qu'une analyse imparfaite de la notion de la valeur comme dans la conception ancienne où les facteurs qualitatifs sont rejetés au second plan, et même quelquefois sous-entendus peut favoriser la croyance à une intangibilité par trop sommaire de la théorie quantitative.

Pourtant les conceptions modernes de la valeur, tout en la rendant moins absolue ne l'infirmement pas *a priori*,

Il s'agit de savoir si la demande de monnaie est élastique, c'est-à-dire si son pouvoir d'achat est inversement proportionnel aux quantités.

Encore faudra-t-il définir les diverses formes de la théorie qui a évolué depuis son origine devenant plus subtile et plus complexe. Ainsi posé, le problème devient d'ordre essentiellement pratique... C'est dans le rôle de la monnaie considérée comme une chose matérielle ayant sa valeur et son utilité propres que nous cherchons une réponse satisfaisante.

C'est dans le cadre de la théorie générale de la valeur que nous examinerons les influences possibles et probables de facteurs quantitatifs ou qualitatifs.

Devons-nous distinguer dans notre étude entre ce que l'on appelle généralement monnaie convertible et la

monnaie inconvertible, séparerons-nous la théorie de la monnaie saine de celle de la monnaie dépréciée ?

Nous ne pensons pas devoir le faire, car la monnaie est avant tout ce qui sert à effectuer un paiement. Sa nature ne sera pas modifiée, même si on ne peut la comparer avec un certain poids de métal, à condition qu'elle conserve encore pratiquement sa fonction et qu'on l'accepte dans les échanges.

Le cours forcé, l'inconvertibilité sont des événements très importants, mais s'ils modifient l'appréciation de l'instrument des paiements, ils n'en altèrent guère la nature. Certes, les phénomènes ont tendance à se compliquer par le fait du fractionnement des systèmes monétaires.

L'unité est rompue entre les devises qui avaient jusqu'alors une attache commune. La parité avec un poids de métal n'existe plus et on voit différentes monnaies évoluer de manière divergente.

Sous l'action du change, elles réagissent les unes sur les autres et il n'y a pas isolement absolu. D'où des mouvements en apparence compliqués et de prétendues anomalies. Mais tant que l'usage monétaire est conservé, les lois de l'économie politique sur la monnaie doivent s'appliquer s'il y en a.

L'analyse que nous comptons entreprendre a pour ambition de rechercher méthodiquement les causes susceptibles de modifier le pouvoir d'achat de la monnaie, dont la valeur dépend comme celle de toutes choses de son utilité et de sa rareté,

Nous commencerons par l'analyse des fondements de son utilité propre pour apprécier dans quelle mesure se trouveront confirmées ou infirmées les différentes formes de la théorie quantitative.

CHAPITRE II

L'UTILITE DE LA MONNAIE ET LA SERIE DE SES UTILITES

On peut définir ainsi la monnaie : « Un intermédiaire nécessaire dans les échanges des produits et des services ». Dans une société civilisée, la spécialisation de plus en plus grande des fonctions, fait que nul ne peut se suffire à lui-même. Nos besoins sont extrêmement variés et nous échangeons généralement ce que nous produisons au-delà de notre consommation personnelle contre une multitude d'autres produits qui nous sont nécessaires.

Une marchandise était indispensable qui fut recherchée non à cause des services qu'elle était susceptible de rendre par elle-même mais pour la possibilité de l'échanger contre d'autres produits, une marchandise assez divisible dont on puisse donner une quantité proportionnelle à la valeur de ce que l'on désirerait acquérir afin qu'elle convienne à tous ceux qui ont des achats à faire, c'est-à-dire à chacun de nous. Ce sont là les fondements de la valeur d'usage de la monnaie, de son uti-

lité d'où dérive la valeur d'échange comme pour n'importe quel autre bien. On peut ajouter qu'elle est un moyen juridique de circulation des richesses, de même que les transports, chemins de fer, navires etc... en sont le moyen matériel.

Elle apparaît ainsi comme tirant sa valeur de son utilité propre et de la série de ses diverses utilités (1).

L'or est à la fois une monnaie et une marchandise. Son utilité dépendra donc à la fois de son emploi comme monnaie et de son emploi comme marchandise.

C'est une erreur de l'assimiler à l'utilité directe du métal qui est limitée à certaines industries de luxe. Si l'or n'était pas employé comme monnaie et ne servait qu'à ses usages industriels, il serait bien moins désiré qu'il ne l'est actuellement, c'est-à-dire que sa valeur d'échange serait bien moins considérable, mais comme la plus grande partie sert de monnaie et n'a pas d'autre destination, il devient moins abondant comme marchandise, et cette rareté augmente sa valeur. L'usage de ce métal dans la bijouterie, la dorure, etc... le rend plus rare comme monnaie. A l'inverse, il est d'autant plus rare pour ces différentes utilisations qu'il est davantage employé comme monnaie. Lorsque l'argent a été retiré de la circulation dans différents pays, il a aussitôt diminué de valeur et est devenu en Europe une marchandise comme les autres.

Sous sa forme simple, la théorie de la monnaie mar-

(1) M. Germain Martin à son cours.

chandise paraît donc être inexacte. L'emploi comme monnaie « intermédiaire nécessaire dans les échanges des produits et services » augmente la valeur du métal et la nécessité où l'on se trouve d'y avoir recours confère à l'unité monétaire une utilité propre de laquelle dérive sa valeur d'échange.

Le propriétaire d'une maison ne pourra l'échanger contre d'autres biens que s'il trouve un acquéreur tandis que le détenteur de monnaie pourra directement se procurer l'objet qui lui convient. Ainsi la marchandise monnaie permet de n'opérer qu'une seule transaction appelée achat. Pour tout autre objet, il faut deux opérations, la vente et l'achat. La vente ou l'achat pris séparément ne sont que la moitié d'un échange. Dans un sens large, la théorie de la monnaie marchandise est juste si l'on matérialise son utilité comme monnaie en l'assimilant à celle d'une richesse quelconque (1).

Certains économistes n'admettent pas ce raisonnement parce que l'instrument monétaire ne permet pas, dans le sens strict du mot, de satisfaire immédiatement nos besoins (2).

Mais une foule de produits dans leur forme actuelle

(1) Jean-Baptiste Say, *Économie Politique*, tome II, p. 340 op. citée : « la monnaie en circulation dans un pays quelle que soit sa matière ayant une valeur qui lui est propre, une valeur née de ses usages, fait partie des richesses de ce pays aussi bien que le sucre, l'indigo, le froment et toutes les marchandises qui sont en sa possession ».

(2) Irving Fisher, *Le pouvoir d'achat de la monnaie*, édition 1926, page 34, op. citée : « La monnaie est entre tous les biens seule à

ne sont pas susceptibles de nous satisfaire. L'utilité de la monnaie artifice juridique certes, mais combien indispensable, qui tient au service qu'elle rend dans la distribution des richesses, ne saurait lui enlever le caractère de bien reposant sur des bases objectives.

On peut se demander aussi de quoi dépend la valeur du billet de banque. En droit, ce n'est qu'une créance sur la banque qui doit le rembourser en espèces. La théorie, sommaire de la monnaie marchandise affirme que sa valeur réside dans celle de la monnaie métallique, dont la valeur elle-même serait celle de la marchandise dont elle est formée.

C'est oublier que le billet de banque accepté partout comme monnaie augmente la quantité de celle-ci et que même en période de convertibilité, son abondance tend à diminuer la valeur d'échange supplémentaire donnée par la fonction monétaire au métal. Il en est de même pour la circulation des chèques. Ainsi, simple substitut de l'or en tant que marchandise ordinaire, il acquiert comme monnaie un pouvoir d'achat indépendant et sa diffusion tend à diminuer la valeur d'échange de chaque unité. La circulation des billets de banque détermine le pouvoir d'achat de l'or bien plus que l'or ne détermine le pouvoir d'achat du billet de banque. La valeur de la monnaie marchandise ne peut pas descendre au-dessous de celle qu'elle aurait naturellement de par son utilité propre mais elle est variable et tend à diminuer

posséder ce caractère fondamental et particulier, savoir qu'elle n'a pas par elle-même le pouvoir de satisfaire les besoins des hommes »,

lorsque les émissions des billets de banque s'accroissent. De ce particularités, nous tirons cette conclusion que si l'or n'est pas nécessairement la seule monnaie possible, la fonction monétaire a son utilité propre qui est le fondement de sa valeur d'échange. Cette valeur dérivée de celle d'un métal s'est formée naturellement et librement. Toutefois l'intervention d'une banque d'émission, les garanties données par la collectivité peuvent contribuer à la faire accepter par les particuliers une monnaie de préférence à une autre, mais c'est l'emploi et non la valeur qu'on règlemente ainsi. La théorie juridique de Knapp ne paraît pas d'ailleurs applicable à la monnaie d'or que sa convertibilité rend internationale, et qui tire sa valeur de coutumes très anciennes plus fortes que la loi nationale d'un état particulier.

Une autre théorie enfin soutient que la valeur de la monnaie provient de son pouvoir d'achat. M. Aftalion à son cours, lui accorde ses préférences car elle est un des fondements de la théorie du revenu sur laquelle nous reviendrons plus tard.

Si le terme du pouvoir d'acquisition signifie la valeur d'échange, la proposition est incontestable, mais alors tout bien peut être employé de cette manière si l'on ne le consomme pas directement. La valeur d'échange n'est pas propre à la monnaie, mais tous les produits et services en ont une.

Si l'expression pouvoir d'acquisition se réfère à la valeur d'usage le terme à une autre signification. Il n'indique plus le rapport entre la monnaie et les marchandises mais sa fonction elle-même. Cette fonction

qui est de permettre les transactions ne s'identifie pas avec la valeur d'échange mais la détermine (1).

Une confusion peut s'établir d'autant plus facilement que la fonction de la monnaie c'est en quelque sorte le fait de pouvoir acheter, mais la possibilité d'acheter valeur d'usage, et le pouvoir d'achat valeur échange, ne sont pas des expressions identiques. Comme toutes choses la monnaie a une valeur d'usage avant d'avoir une valeur d'échange.

MM. Aftalion et von Wieser donnent une explication historique du niveau des prix, c'est-à-dire que pour eux, ce n'est que peu à peu que la valeur de la monnaie s'est détachée de l'utilité de la marchandise, et ils montrent l'influence des estimations individuelles, agissant à travers les revenus sur les estimations, celles d'hier influençant les prix d'aujourd'hui, et celles d'aujourd'hui les prix de demain (2).

Les appréciations individuelles, le pouvoir d'achat qui en dérive ont donc peut-être, et nous l'examinerons dans la deuxième partie, une influence sur l'instrument monétaire. Mais avant d'aborder les difficultés de l'analyse et de la théorie du revenu, nous nous contenterons ici

(1) Toutefois, il est évident que la valeur individuelle d'un bien que nous avons l'intention d'échanger est influencée par son cours sur le marché, de telle sorte que la valeur d'échange à son tour réagira sur la valeur d'usage. Nous prétendons seulement que si la monnaie ne présentait pas l'avantage de briser le troc, elle n'aurait pu acquérir une valeur subjective, différente de celle du métal et son pouvoir d'achat eût été bien moins considérable.

(2) Aftalion, *Monnaies, prix et changes*, page 166 et suivantes,

de la définition la plus élémentaire de la valeur d'usage de la monnaie qui vient de sa fonction d'intermédiaire dans les échanges.

C'est l'analyse de cette notion de la monnaie simplifiée à l'extrême, qui nous conduira à la base logique de la théorie quantitative dont nous allons maintenant examiner les formules.

Pour M. Aftalion, la théorie quantitative constitue l'application de la loi de l'offre et de la demande sous sa forme la plus ancienne, sous sa forme purement quantitative. A l'encontre de ceux qui considèrent que l'or n'est qu'une marchandise qui tire sa valeur de l'utilité du métal, matière première pour l'orfèvrerie, la dorure et certaines industries de luxe, cette objection est décisive. Dans la théorie de l'or marchandise, on ne comprendrait pas l'absence d'éléments qualitatifs à côté d'éléments quantitatifs. Une conception dans laquelle la valeur de la monnaie est en raison inverse de sa quantité et qui assimilant l'or à une marchandise quelconque ne tiendrait pas compte de l'élasticité de la demande mériterait bien d'être considérée comme primitive.

Il y a des produits dont la demande est très élastique, c'est-à-dire dont le marché s'accommode bien de variations dans la production.

D'autres, dont la demande est peu élastique, c'est-à-dire dont le marché, comme celui du blé, est fortement influencé par d'assez faibles différences de récolte.

Quels que soient les usages industriels de l'or marchandise, il serait absolument invraisemblable que la

demande qu'on puisse en faire ne s'accroisse pas dans une certaine mesure en même temps que l'extraction et surtout on ne comprendrait pas cette proportion rigoureuse entre les variations du pouvoir d'achat du métal et sa quantité. Cependant malgré la réserve, toutes choses égales, il y a dans la théorie quantitative dès ses origines, une affirmation dogmatique, une croyance absolue dans la valeur logique de ce véritable théorème.

Il faut abandonner l'idée métalliste pour découvrir le véritable fondement de l'interprétation quantitative, le seul d'ailleurs qui la justifie et même aujourd'hui conserve une valeur certaine. On dirait que d'instinct tous ses partisans se sont évertués à la défendre pied à pied plutôt que de renoncer à des principes souvent obscurs mais qui paraissaient évidents.

Nous ne pensons pas que la théorie quantitative de la monnaie ait été influencée par la théorie générale de la valeur, tout au moins pour des économistes qui avaient analysé, comme Jean-Baptiste Say, tous les fondements de son utilité.

C'est parce que la monnaie n'est qu'un intermédiaire entre les échanges, et qu'elle est extrêmement divisible que la théorie quantitative est née.

Si l'on envisage uniquement sa fonction, on conçoit qu'elle est d'une nature assez spéciale pour qu'il ne semble absurde de faire intervenir uniquement la loi du nombre. On conçoit qu'on ait pu admettre un lien quasi mathématique entre sa valeur et sa quantité comme s'il

s'agissait d'un liquide dont le degré en alcool diminue ou augmente suivant qu'on le dilue ou le concentre. Il faut imaginer la fonction monétaire comme une nécessité économique comme un besoin social qui demande impérieusement à être satisfait.

Du moment que la monnaie existe, la fonction est remplie, des services sont rendus par elle qui ont une valeur déterminée à un moment donné. Chaque porteur d'unités monétaires détient une fraction de cette valeur sociale et cette fonction est d'autant plus petite que le nombre d'unités est plus grand. Chacune d'elles représente donc une part de la valeur totale, de même que le titre d'une Société représente une partie du capital de cette société.

La valeur des unités monétaires peut donc se modifier ou bien en les divisant ou bien en faisant varier leur quantité globale comme on peut changer la valeur d'une action soit en la dédoublant, soit en augmentant le capital de l'entreprise.

La fonction monétaire est donc indépendante de la quantité de monnaie qui circule et elle peut toujours être satisfaite puisque la monnaie est divisible. Une somme déterminée représente un certain pouvoir d'achat. Si la quantité de monnaie double, il faudra deux unités au lieu d'une, pour le même usage. Et si l'utilité ou la valeur de la fonction monétaire, peut se modifier, il ne doit y avoir aucun lien entre ces variations et celles de la quantité des moyens de paiement qui n'en sont en quelque sorte, que la mobilisation. On ne produit pas de la monnaie comme on produit du sucre, du blé, com-

me on fabrique une automobile. Du moment qu'elle existe, que l'on s'en sert, peu importe que la masse utilisée soit grande ou petite, la notion du poids ou de dimension lui est complètement étrangère ; c'est vraiment une unité de compte que l'unité monétaire, une unité qui, au fond, n'a rien de matériel, une unité d'appoint dans le vrai sens du mot. Loin de fortifier la représentation quantitative de la monnaie, l'incorporation du métal en éloigne car l'or peut faire oublier la notion de monnaie, par son volume, par son poids, par ses qualités matérielles, tandis que pour permettre aux hommes de s'échanger entre eux les biens qu'ils produisent, de les ajuster valeur contre valeur, d'en diviser la propriété et la distribution, il suffit de quelques chiffres sur un papier quelconque à la seule condition que la série des nombres ne soit pas indéfinie.

Ou faire intervenir l'élément qualitatif, dans une semblable analyse, puisque la masse monétaire n'a aucune action sur la fonction, puisque le pouvoir d'achat total n'est pas influencé par le nombre d'unités, on ne peut pas s'empêcher d'admettre la nécessité d'une relation entre la quantité de monnaie et sa valeur, et cette nécessité s'impose à l'esprit avec la force d'un théorème ou plutôt d'un postulat comme une vérité qui n'aurait même pas besoin d'être démontrée (1).

(1) Irving Fisher, *L'illusion de la monnaie stable*, Ed. Payot 1929, op. citée, page 39 : « Un volume supérieur de monnaie achetant le même volume de marchandises, il faut que les prix montent. C'est exactement comme du beurre que l'on étend sur du pain : si l'on

Voici le fondement originaire de la théorie quantitative qui, à première vue, paraît d'une évidence incontestable ; voici pourquoi le toutes choses égales est rejeté au second plan comme une réserve secondaire puisque si quelques événements peuvent faire dévier temporairement la valeur de la monnaie de celle que la logique impose, l'équilibre se rétablira nécessairement au plus tôt et il est raisonnable de l'admettre, car l'automatisme est si grand entre l'énoncé de cette loi et ses conséquences, le lien en est si implacable, que l'influence de la volonté, de nos désirs, de nos erreurs même doit s'éliminer quand on considère la fonction dans son ensemble parce qu'alors en vertu de la loi des grands nombres, les moutonnements passagers des échanges individuels, les vagues provoquées par les caprices des hommes disparaissent comme s'effacent les rides des flots lorsqu'on contemple d'une certaine hauteur le niveau général de la mer.

La théorie moderne de la valeur, les analyses de l'utilité finale ne suffisent pas pour réfuter la théorie quantitative ainsi exposée. Il faut donc aller au fond des choses et poursuivre l'étude de la monnaie dans son évolution afin d'avoir une notion exacte de ses particularités.

Appliquons la théorie quantitative à l'unique cas de la monnaie métallique dans l'hypothèse où elle serait

met plus de beurre, il faut que la couche soit plus épaisse. Le pain représente la quantité de marchandises ; l'épaisseur du beurre, le niveau des prix ».

la seule en circulation, ce qui fut longtemps une réalité (car le billet de banque est d'un emploi relativement récent) nous pouvons la formuler ainsi : « la *valeur de la monnaie est en raison inverse de sa quantité* » (1).

On s'est vite rendu compte qu'à côté de la monnaie qui achète il y avait la marchandise qui est achetée et que la quantité de monnaie nécessaire pour un niveau de prix déterminé dépendait de la quantité de marchandises. La première formule était donc trop simple car l'utilité de la monnaie doit augmenter si ses emplois augmentent. Or, l'augmentation de la quantité de marchandises doit augmenter l'utilité de la monnaie.

Mais quelle est la signification de l'expression quantité de marchandises ; il est nécessaire d'analyser l'influence du stock des biens existants. Si ce stock ne donne pas lieu à des échanges, s'il est inerte, s'il est passif, comment pourra-t-il avoir quelque relation avec l'usage de la monnaie. Seules les marchandises échangées, celles qui donnent lieu à des transactions, à des échanges de monnaie, peuvent entrer en ligne de compte. A la quantité de marchandise, formule vide de sens, il faut substituer la quantité de transactions. Qu'il y ait une relation entre l'augmentation des marchandises et celle des transactions, c'est certain, mais le lien n'est pas direct et il y a des variations du chiffre des tran-

(1) Ricardo, *Collection des grands économistes*, op. citée, page 323 : « La monnaie en circulation ne saurait jamais être assez abondante pour regorger, car si vous en faites baisser la valeur, vous en augmenterez dans la même proportion la quantité et en augmentant sa valeur, vous en diminuerez la quantité.

sactions beaucoup plus amples que celles du chiffre des marchandises, si l'on envisage des périodes relativement courtes.

Appelons P les prix, Mo la monnaie et T les transactions, la formule devient : « $P = \frac{Mo}{T}$ », c'est-à-dire, que les prix varient en raison directe de la monnaie et en raison inverse des transactions.

A la place d'une seule quantité, nous en avons deux ; les variations du niveau des prix expriment maintenant la relation entre la quantité de monnaie et le nombre de transactions. Pour que les prix s'élèvent ou baissent, il faudra faire intervenir les variations relatives de Mo et de T , sans s'occuper de leurs variations absolues.

Nous sommes toujours dans le domaine de la théorie quantitative, mais la valeur d'usage de la fonction monétaire n'est plus considérée comme fixe. L'utilité de la monnaie augmente ou diminue avec le nombre de transactions à effectuer ; au lieu d'avoir seulement la monnaie, nous avons monnaie et transactions, mais il s'agit toujours exclusivement de quantités.

Déjà, un élément humain, un élément qualitatif, encore incompris mais réel cependant, intervient auprès de l'équation. Il y a un facteur psychologique dans la fièvre ou le marasme des échanges, un facteur psychologique qui n'est pas individuel, mais au contraire collectif qui est susceptible de déterminer des variations de la valeur de la monnaie dans le même sens, et d'une certaine durée.

Du moment qu'il ne s'agit plus de quantités de mar-

chandises, mais de transactions, d'échanges, leur volume sans cesse accru ou ralenti, devrait imprimer à l'instrument monétaire de perpétuels changements de valeur. Et ce stade encore embryonnaire de la théorie quantitative nous conduirait à des conclusions excessives puisqu'aucun contrepoids ne permettrait d'adapter les prix aux fluctuations quotidiennes des transactions, ce qui serait contraire à l'observation des faits. Ainsi quand nous cherchons à établir une relation entre la quantité de monnaie et de marchandise comme presque tous les économistes classiques l'ont fait, il n'y a pas d'explication rationnelle de cette interdépendance.

Si nous substituons la quantité de transactions à la quantité de marchandises, on ne comprend plus pourquoi le niveau général des prix ne se modifie pas d'heure en heure, épousant dans leurs moindres modifications, les variations d'amplitude des échanges. Il y a donc des éléments du problème dont cette formule trop simplifiée n'a pas encore tenu compte.

Pour avoir substitué la conception de transactions à celles des marchandises, pour avoir donné à T une signification active et non passive, nous avons déséquilibré notre équation. Il faut donc chercher une contrepartie tout au moins aux petites variations de T.

Il importe donc d'appliquer le même raisonnement à Mo la quantité de monnaie.

De même que les marchandises n'agissent que par les échanges et non par leur masse, la monnaie exerce son influence non par sa quantité inerte mais par sa quantité utilisée. La monnaie qu'on n'emploie pas, qui

ne concourt pas aux transactions, peut être considérée comme n'existant pas. A la définition statique de la quantité de monnaie, il faudra substituer une définition dynamique, celle de la monnaie utilisée, ce qui a fait dire à certains économistes que le facteur monétaire agit également par son intensité.

Jusqu'ici, nous ne nous étions occupé que de l'action quantitative de la monnaie et des transactions sur les prix. Un autre élément va se révéler à l'analyse, un élément essentiel : « la vitesse de circulation ».

CHAPITRE III

LA VITESSE DE CIRCULATION FACTEUR DE L'UTILITE DE LA MONNAIE

La fonction de la monnaie est d'être dans la circulation, c'est-à-dire qu'elle est achetée pour être revendue ou plutôt échangée à nouveau, et non pour être consommée. Après avoir servi à une transaction entre deux contractants, elle ira quelques instants après, rendre les mêmes services à d'autres, puis à d'autres encore sans fin. Jean-Baptiste Say la compare à une voiture chargée du transport des produits ; il faudrait ajouter qu'il s'agit d'un déplacement juridique et d'un véhicule qui ne se détériorerait pas tout au moins d'une manière appréciable.

Et puisque le travail utile d'un agent de transport est déterminé par sa contenance et le nombre de voyages effectués dans un temps donné, on peut dire aussi que le travail utile de l'unité monétaire est fonction du nombre d'échanges qu'elle a permis d'accomplir pendant une période donnée.

On arrive ainsi à la définition de la vitesse de circulation : « LE NOMBRE DE PAIEMENTS EFFECTUÉS PAR L'INTER-

MÉDIAIRE DE L'UNITÉ MONÉTAIRE DANS L'UNITÉ DE TEMPS ».

En mécanique, on appelle travail d'une force le produit qu'on obtient en multipliant cette force par le chemin qu'elle fait parcourir. Ce produit représente en effet d'une manière exacte ce que dans le langage ordinaire on entend par l'expression quantité de travail. On peut dire de même que la quantité de travail effectué par la masse monétaire est égale au produit de la quantité par la vitesse de circulation. Ainsi, en multipliant ces deux facteurs l'un par l'autre, nous obtenons un nombre qui représente le total des paiements effectués pendant une certaine période, c'est-à-dire la circulation monétaire.

Mais alors que le premier terme est une quantité qu'on peut matériellement représenter par le chiffre des unités existantes, le second est une qualité puisqu'il indique le degré d'utilisation possible de chacune d'elles.

Le produit de dix unités circulant à la vitesse cinq sera donc le même que celui de cinq unités circulant à la vitesse dix.

Plus grande sera la vitesse moyenne de circulation de l'unité monétaire, moins il faudra d'unité pour assurer les mêmes paiements. Et si cette vitesse pouvait prendre une valeur infiniment grande, le nombre des instruments de paiement pourrait devenir infiniment petit parce qu'ils accompliraient un travail effectif sans cesse accru.

Quand sur une ligne télégraphique, nous réussissons par un procédé technique quelconque à assurer la transmission simultanée d'un certain nombre de dépêches,

nous augmentons son rendement et il faut moins de lignes pour assurer le même service.

L'étude de la vitesse de circulation de la monnaie est donc d'une importance capitale puisque si nous la négligeons, l'expression quantité de numéraire ne correspondrait plus à aucune notion réelle faute d'avoir précisé les conditions de son utilisation.

On croit généralement que les travaux des économistes sur cette question primordiale, remontent à une trentaine d'années, si l'on fait abstraction de Stuart Mill qui n'a pas approfondi la matière.

Des recherches personnelles nous ont conduit à une conclusion contraire et on ne saurait exagérer l'intérêt de l'analyse très complète de la vitesse de circulation de la monnaie due à Cantillon, auteur trop longtemps méconnu d'un remarquable essai sur la nature du commerce (1).

(1) Richard Cantillon (1680-1734) d'origine irlandaise, fut banquier en France sous la Régence. Il fit, paraît-il, une rapide fortune en spéculant sur les actions de la Compagnie des Indes et eut même des démêlés avec le fameux Law qui l'aurait fait expulser du royaume. Son essai sur la nature du commerce, en général, parut en 1755, sans nom d'auteur, plus de vingt ans après sa mort dans une édition en langue française d'après un texte original anglais qui n'a peut-être jamais existé, mais ses contemporains n'hésitèrent pas à le désigner comme l'auteur de cet ouvrage qui eut une certaine influence sur les physiocrates. Grimm en parle dans sa correspondance et Quesney dans ses articles de l'encyclopédie.

Il était complètement tombé dans l'oubli quand Léonce de Lavergne lui consacra une étude dans son livre sur les économistes français du XVIII^e siècle écrivant notamment, au sujet des considérations sur le commerce : « Toutes les théories des économistes y sont contenues

La destinée de cet ouvrage a été singulière ; une édition anglaise qui devait être l'originale n'a pas été retrouvée, celle de 1755 en Français est posthume et passa inaperçue. L'auteur était complètement oublié lorsqu'il fut découvert à nouveau après 1880 et signalé à l'attention des économistes par Higgs et Stanley Jevons.

On s'occupa surtout alors de la partie de ses écrits ayant trait à la rente du sol et on remarqua la similitude de ses conceptions avec celles des physiocrates.

Malgré des divergences d'opinion sur le mérite de ce livre, une édition anglaise reproduction du texte français parut en 1892 pour le compte de l'université de Harvard. La lecture des chapitres relatifs à la monnaie surprend par la finesse de l'analyse où se révèle le banquier, le praticien ayant vécu sous la régence à une époque de désordres monétaires et auquel toutes ces questions étaient devenues familières. Il fut certainement le premier à s'attacher à la recherche de l'influence de la vitesse de circulation sur les variations des prix et s'efforça même d'en donner une mesure approximative.

Sans doute n'y a-t-il pas simple coïncidence dans ce fait que les travaux de langue anglaise sur cet important sujet soient tous postérieurs à la réédition de 1892 du livre de Cantillon.

par avance). Des articles de Jevons. *Contemporary Review* 1881 et de Higgs *Economice Journal* le signalèrent à l'attention des économistes, mais le professeur Marschall émit l'opinion que ses œuvres présentaient peu d'intérêt pour la science. On peut s'étonner d'un jugement aussi sévère de la part d'un savant qui s'était cependant spécialisé dans l'étude des phénomènes monétaires ».

Et ce ne serait pas un exemple unique d'une idée originale conçue lors des premiers tâtonnements d'une science, sombrant ensuite dans l'oubli ou l'indifférence, qui réapparaîtrait soudain à un degré plus avancé de son évolution, comme une des bases fondamentales. Peut-être la pensée de cet Irlandais inconnu, ranimée à la fin du siècle dernier par quelques esprits curieux, est-elle venue vivifier inconsciemment les œuvres des économistes Anglo-Saxons, qui rajeunissaient les anciens concepts, ont tenu grand compte de la vitesse de circulation et cherché à déterminer son influence sur les autres éléments de l'équation monétaire.

Ce que Cantillon cherchait, et ce que tous les auteurs ont cherché après lui, c'était la relation entre la quantité de monnaie et les prix, mais au lieu d'affirmer d'une manière dogmatique des rapports constants, il commence par analyser la matière, et découvre tout de suite que la vitesse des paiements et les transaction déterminent la quantité de monnaie nécessaire pour un certain niveau des prix. Malgré l'absence d'un vocabulaire approprié, sa définition est très claire et aucun élément essentiel n'a été omis. On peut lire dans l'édition de 1755, page 181 : « *La proportion d'argent comptant nécessaire pour la circulation d'un état, n'est pas une chose incompréhensible, et cette quantité peut être plus grande ou plus petite, suivant le train de vie qu'on y suit et la vitesse des paiements.* »

Ce sont là les divers éléments de l'équation de l'échange mis en valeur par Irving Fisher. La proportion d'argent comptant, c'est la monnaie. Le train de vie, ce sont

les transactions T, et la vitesse des paiements est représentée par V. Nous avons donc M V et T facteur de P.

Ayant ainsi précisé les données du problème, Cantillon ne manque pas de remarquer que tous les états ne sont pas au même degré d'évolution, que les usages bancaires, les procédés techniques modifient grandement l'emploi de la monnaie, et il écrit, page 172 : « Mais il arrive ordinairement dans les états où l'argent est plus rare, qu'il y a plus de troc par évaluation que dans ceux où l'argent est plus abondant et par conséquent la circulation est censée plus prompte et moins retardée que dans les états où l'argent est moins rare. Ainsi, pour juger de la quantité de l'argent qui circule, il faut toujours considérer la vitesse de circulation ».

Notons cette expression savoureuse (troc par évaluation), qui renferme la double notion de compensation et de mesure. Troc par évaluation, cela signifie qu'on s'en réfère à la valeur courante qu'ils ont en monnaie pour échanger deux objets tout en évitant d'avoir recours à un double déplacement d'espèces. Le terme circulation moins retardée, est lui aussi particulièrement heureux, car c'est la lenteur relative de la circulation qui permet à l'argent de conserver sa valeur qui dépend pour une quantité donnée de numéraire de la résistance du circuit monétaire. On se rend ainsi un compte plus exact de la vraie nature de ce phénomène, qui apparaît plus compréhensible sous le vocable retard apporté à la circulation, car l'idée d'une vitesse dont on ne saisit pas la limite, parle moins à l'esprit que celle d'un obstacle à franchir, d'une résistance à vaincre. Poursuivant son

exposé, l'auteur des essais sur la nature du commerce, nous montre sa connaissance des affaires en exposant le mécanisme de la compensation sous la forme où elle pouvait se pratiquer avant l'usage des billets de banque et des virements. Page 185 : « Si un brasseur fournit à un drapier la bière qu'il consomme dans sa famille et si le drapier fournit réciproquement au brasseur les draps dont il a besoin, le tout au prix courant du marché, le jour de la livraison, il ne faut d'autre argent comptant entre ces deux commerçants, que la somme qui paiera la différence de ce que l'on a fourni de plus. »

Il s'efforce aussi de calculer le rapport moyen entre le total des paiements et la masse monétaire. Le Chevalier Guillaume Petty (1565), aurait évalué l'argent en circulation au dixième du produit des terres. Cantillon incline à penser que cette quantité doit être égale aux $\frac{2}{3}$ du revenu des propriétaires.

Nous trouvons toujours chez lui la plus grande prudence dans l'énoncé de son point de vue. C'est un homme qui sent la difficulté du sujet qu'il a abordé et ne prend pas parti dans les cas qui lui paraissent douteux. Page 213 : « *La grande difficulté de cette recherche consiste à savoir par quelle voie et dans quelle proportion l'augmentation de l'argent hausse le prix des choses. J'ai déjà remarqué que l'augmentation ou la diminution des prix d'un marché éloigné soit dans l'état, soit chez l'étranger, influe sur les prix actuels du marché* ».

Plus loin, c'est une première esquisse d'une théorie des revenus sur laquelle nous reviendrons plus tard

pour aboutir à une conclusion pleine d'incertitude et de bonne foi. (p. 239) : *« Je conçois que lorsqu'on introduit dans un état une bonne quantité d'argent de surplus, le nouvel argent donne un tour nouveau à la consommation et même une vitesse à la circulation, mais il n'est pas permis d'en marquer le degré véritable »*.

Il faut regretter vivement que Cantillon avec son sens si approfondi du sujet n'ait pas poursuivi plus avant ses investigations. Il s'est contenté de mesurer les difficultés et de les signaler avec lucidité et bon sens. Pendant la longue léthargie où fut plongée son œuvre, la science monétaire se compliqua, mais ne fit aucun progrès sensible en ce qui concerne l'analyse des principes.

Faute de tenir compte de la vélocité de la circulation on construisit des formules mais on s'éloigna de la vérité. Qu'il nous soit permis de rendre ici un hommage particulier à la perspicacité de celui qui comme en se jouant comprit l'importance de cette fonction et y consacra des développements que ses contemporains jugèrent sans doute dénués d'intérêt.

Pour trouver une étude scientifique de la vitesse de circulation, nous devons attendre 1895 où des Essars, dans une communication à l'Académie des Sciences morales et Politiques essaya d'en déterminer le rythme. Il commence sa démonstration d'une manière qui permet d'espérer que le problème sera complètement traité. L'économie politique, écrit-il, nous enseigne que l'utilité de la monnaie dépend de deux facteurs, la masse de la monnaie et la vitesse de circulation c'est-à-dire le nom-

bre de fois qu'elle change du moins pendant le temps considéré (1).

Mais des Essars est hanté par le spectacle des crises cycliques qui jettent la perturbation dans le monde des affaires. A cette époque, les prix sont très déprimés ; nous sommes au point de la courbe où ils sont près d'atteindre leur niveau le plus bas depuis un quart de siècle. Les relations entre créanciers et débiteurs en sont gravement affectées au préjudice des derniers. La production est découragée par la diminution des bénéfices, et seuls les porteurs de valeurs à revenu fixe, les obligataires, voient leur pouvoir d'achat accru aux dépens de la partie active de la population. Entre 1872 et 1895, ce sont les phase de prospérité qui sont courtes et les phases de dépression qui sont longues ; la concurrence est acharnée entre vendeurs et malgré les progrès dus aux nouvelles découvertes l'économie mondiale atteint un point critique de son évolution. Toute l'attention des économistes étant concentrée sur ces événements et Clément Juglar en France s'était efforcé de déterminer les lois auxquelles obéissent les crises afin de les prévenir et d'en atténuer les effets. Des Essars, au lieu de se servir de l'élément vitesse de circulation pour reprendre l'analyse de la théorie générale de la monnaie, orienta

(1) Des Essards fit une communication à l'Académie des Sciences morales et politiques sur son étude de la vitesse de la circulation, mais la discussion à laquelle prirent part Clément Juglar et Levasseur, porte uniquement sur les crises cycliques et on ne s'occupa guère de déterminer quelle pouvait être l'influence de ce facteur sur la théorie générale de la monnaie.

son étude vers la recherche d'un baromètre indicateur des dépressions cycliques qu'il crut trouver dans le rythme des paiements et des versements provenant des comptes courants des particuliers à la Banque de France. C'est en divisant le total des paiements faits sur ces comptes par leur solde moyen qu'il arrivait à calculer la vitesse de circulation de la monnaie.

Nous ne nous demanderons pas ici si cette méthode d'investigation était la bonne et si des Essars avait bien trouvé un baromètre infaillible permettant des prévisions certaines ; avant de se servir d'un instrument, il faut connaître sa véritable nature, et moins bien inspiré sur ce point que Cantillon, des Essars a négligé l'étude de la vitesse de circulation en elle-même.

Une fois de plus les considérations du moment, le but utilitaire immédiat, ont fait perdre de vue qu'il fallait avant tout définir le rôle exact de l'instrument des échanges en dehors de préoccupations d'actualité. Il fallait attendre les travaux de l'Ecole Américaine pour mettre un peu d'ordre dans cette partie de la science économique et aboutir à une présentation claire des données du problème monétaire.

Restons encore dans l'hypothèse simple d'une monnaie métallique suffisant à tous les besoins. Les facteurs déterminant des prix, Cantillon les a analysés. Ce sont la vitesse et les échanges, ce qu'il appelle le train de vie.

Un siècle et demi plus tard, Irving Fisher les a mis en équation, soit :

M la monnaie

V la vitesse des paiements

P les prix

T les transactions.

On a $MV = PT$

$$\text{ou } P = \frac{MV}{T} \quad \text{ou } V = \frac{PT}{M}$$

C'est à tort que l'on a pu considérer cette formule comme une démonstration de la théorie quantitative, car il y a là une égalité de fait indépendante de toute interprétation. Pour la première fois, on y tient compte de V mais on peut discuter sur sa fonction, sur son influence.

M. Aftalion et le professeur Mitchell ont fait des réserves sur l'exactitude absolue de l'équation de l'échange. En effet, il y a souvent un certain décalage entre le moment où le prix est fixé et celui où le paiement est effectué. Dans le cas où le prix aurait une tendance à la baisse P diminuera avant MV parce que l'on sera obligé de payer les marchandises achetées aux anciens prix. Il en sera de même si la livraison a lieu avant le paiement et si les transactions viennent à se raréfier, on continuera à faire de gros paiements pour des ventes passées. Il faut faire abstraction de ce décalage pour trouver une concordance entre les deux parties de l'équation, qui exprime l'égalité entre le total des sommes payées et le prix global des marchandises ou services échangés. Nous n'insisterons pas sur les difficultés techniques de la vérification statistique qui paraît presque impossible.

La discussion porte maintenant sur des bases précises et déterminées. Il s'agit de savoir si la théorie quantitative peut survivre à l'apparition d'un élément nouveau V négligé jusqu'alors ou si l'existence même de ce facteur lui enlève toute valeur scientifique. M. Aftalion en a dégagé les deux aspects qu'elle prend dans le cadre de l'équation de l'échange, les a critiquées successivement. Nous reproduirons sur ces points, l'argumentation de l'éminent professeur, en résumant ses principales objections, tirées de l'observation des faits, qui nous paraissent décisives.

Irving Fischer a tenté de rajeunir la théorie quantitative en tenant compte de V et l'a fait dans son livre, le *Pouvoir d'achat de la monnaie*, sous deux formes d'ailleurs contradictoires.

Dans une première interprétation, il s'est borné à éliminer l'élément encombrant V , après l'avoir mis en évidence.

On peut, d'après lui, tenir pour négligeables les variations de V , parce que, sauf accidents transitoires, la vitesse de circulation est à peu près constante, chacun conservant par devers lui, une somme à peu près proportionnelle aux paiements à faire. Ainsi V resterait presque sans action sur les variations de prix. Il n'y aurait d'exception qu'aux époques saisonnières des récoltes entraînant de plus gros paiements. Le facteur fondamental des prix, si l'on fait abstraction de T , serait donc toujours M comme les anciens économistes l'avaient soutenu. M. Aftalion a critiqué cette manière de voir en faisant observer que le conservatisme des hommes pour

l'argent qu'ils gardent liquide porte bien plus sur la somme nominale que sur le pouvoir d'achat, de sorte qu'ils seront tentés dans une certaine mesure, de faire varier la rapidité de leurs paiements plutôt que leurs dépôts, ce qui signifie qu'avec la même quantité en caisse ou en banque, ils auront à effectuer des paiements tantôt moindres, tantôt accrus. La vitesse de circulation sera donc susceptible d'une certaine élasticité. Plusieurs groupes de faits les confirment. Ce sont notamment :

Les variations très grandes du total des paiements faits à la Banque de France comparativement aux soldes moyens avant et après guerre. ,

Les variations cycliques de la vitesse de circulation de la nature de celles qui ont été étudiées par des Essars.

Les variations de cette vitesse dans les périodes de longue durée;

Enfin, il faut admettre que les prix peuvent déterminer par eux-mêmes des variations du rythme des échanges.

Toutes ces observations sont entièrement justifiées et conformes aux faits, mais il reste à connaître le mécanisme interne par lequel la circulation est tantôt accélérée, tantôt ralentie.

L'observation nous enseigne la manière dont les choses se passent, il reste à connaître les causes des phénomènes auxquels nous assistons, c'est-à-dire pourquoi une même quantité de monnaie pourrait servir à des transactions plus ou moins nombreuses, à des paiements plus ou moins importants, et dans quelles limites.

Irving Fisher ayant sans doute quelques appréhen-

sions sur la valeur de ses affirmations, difficilement soutenables parce que contredites par les faits a essayé de fonder sur le théorème des échanges une seconde forme de la théorie quantitative.

Dans cette seconde opinion, il s'agit de donner à l'équation une interprétation causale. Ce n'est plus M seulement qui agit sur les prix mais ce sont tous les éléments monétaires aussi bien M que V dont l'influence se fait sentir (1).

« Ainsi en additionnant tous les transferts de monnaie qui ont lieu dans l'ensemble du pays pendant un an par exemple, on obtiendra le total des paiements, c'est-à-dire la circulation monétaire ».

La première partie de l'équation représentera donc cette circulation monétaire, et la deuxième partie la circulation des marchandises, c'est-à-dire le total des marchandises échangées à leurs prix respectifs.

Si nous prenons les Etats-Unis comme exemple, une circulation monétaire de 900 millions de dollars correspondra à une circulation de 30 milliards de tonnes de marchandises à 30 dollars la tonne en moyenne, soit 900 milliards.

Appelons ces deux courants A et B ; le niveau des prix sera la relation entre ces deux circulations.

Si A et B augmentent et diminuent dans les mêmes

(1) Une plus grande vitesse de circulation, c'est comme si la monnaie était plus abondante et les variations de V ont la même valeur numérique que les variations de M . Il suffit de bloquer MV et de ne considérer que le produit. (Irving Fischer, *L'illusion de la monnaie stable*, 1929, op. cit., page 37).

proportions, il y aura concordance entre le flot de la monnaie et celui des affaires. Dans les autres, il y aura ce que Fischer appelle inflation ou déflation relative.

Ce serait dans l'action causale prêtée aux facteurs monétaires qu'il faudrait voir une seconde forme de la théorie quantitative. Si abstraction faite des transactions les indices généraux de prix ne peuvent varier que par suite des fluctuations des divers éléments monétaires on se trouverait encore dans le cadre de la formule qui déclare que la valeur de la monnaie est en raison inverse de sa quantité. Au contraire, si les prix une fois débattus entre acheteurs et vendeurs ont le pouvoir de donner l'impulsion au mouvement si leur niveau peut exercer une action autonome, c'est qu'il y aurait d'autres facteurs que la quantité et que la valeur de la monnaie dépendrait aussi d'éléments qualitatifs, c'est-à-dire subjectifs qui pourraient agir à leur tour sur les facteurs purement numériques.

Ainsi tous les fois que MV serait considéré comme la cause des variations de P on se trouverait devant une solution nécessairement quantitative, tandis que l'on abandonnerait définitivement la théorie en admettant que les prix peuvent varier d'une manière autonome et entraînent par leur action des modifications de MV .

La deuxième partie de la proposition est incontestable car si les prix peuvent avoir une action propre et leur fixation dans une certaine mesure arbitraire, l'élément psychologique intervient obligatoirement et il y a alors abandon complet du point de vue exclusivement quantitatif.

Par contre, est-il bien certain qu'une théorie qui bloque le produit de M et de V , qui multiplie la quantité de monnaie par la vitesse de circulation, c'est-à-dire un élément matériel par un coefficient d'utilisation soit encore vraiment quantitative. Suffit-il pour cela d'appeler MV quantité largement comprise et n'a-t-on pas, par une assimilation trop sommaire de M et de V dépouillé de sa substance la première partie de l'équation.

La vitesse de circulation incorporée avant toute analyse dans les éléments monétaires réduite au rôle de simple multiplicateur a perdu toute signification.

Pourtant, si l'on peut admettre *a priori* que des éléments qualitatifs soient susceptibles d'agir sur les prix, on peut aussi concevoir des mobiles psychologiques agissant sur la vitesse de circulation. Pourquoi ces causes autonomes rentreraient-elles dans le domaine de la théorie quantitative lorsqu'elles agiraient sur V pour être contraires à l'hypothèse primitive lorsqu'elles influenceraient P .

Pour nous, la théorie n'est plus exacte si un facteur psychologique quelconque peut influencer le niveau des prix ; peu importe que ce soit directement ou par l'intermédiaire de V et nous reviendrons d'ailleurs sur ce point, seulement il y a un grand intérêt à connaître les réactions de MV sur P et éventuellement de P sur MV .

M. Aftalion s'est livré à un examen critique approfondi de ce qu'on a coutume d'appeler la seconde forme de la théorie quantitative. Pour prouver que les prix ne sont pas uniquement sous la dépendance des éléments monétaires, même largement compris, il a analysé

objectivement un certain nombre de faits qui montrent que parfois l'impulsion pourrait venir de P. En effet, les prix sont souvent arbitrairement fixés avant le paiement, c'est-à-dire avant qu'un élément monétaire quelconque n'intervienne. L'inégale élasticité des produits se concilie mal avec la théorie quantitative, par suite de l'indépendance des courbes de demande de chaque marchandise. On ne comprend pas les influences des marchés étrangers qui se font sentir sans changement dans le volume des marchandises, ni la tendance des prix mondiaux à l'uniformité. On trouvera dans monnaies prix et changes, un certain nombre d'autres exemples à l'appui de cette démonstration. Toutefois, l'hypothèse dans laquelle il y aurait des réactions de P sur V n'exclut pas la possibilité d'une influence de V sur P. Avant d'examiner si les prix peuvent varier pour des mobiles psychologiques, il faut étudier les autres causes qui donnent une impulsion à V. La vitesse des paiements n'est qu'un effet des échanges ; grâce à sa fonction de circulation, la monnaie est apte à remplir indéfiniment son rôle, les obstacles qu'elle rencontre, les retards qu'elle subit, au cours de ses déplacements, limitent seuls son emploi. Que l'on appelle quantité la mesure du chemin parcouru par l'instrument monétaire, peu importe ! Ce n'est qu'une question de terminologie, mais nous nous trouvons en présence d'une quantité singulièrement abstraite qui ne s'accumule pas dans les coffres des banques d'émission et qu'il semble bien difficile de déterminer à l'avance. Les variations de la vitesse de circulation dominent toute la théorie de

la monnaie. Nous nous proposons de les étudier dans leur action sur son pouvoir d'achat, ajournant pour l'instant l'examen des hypothèses où les prix seraient également susceptibles d'une action causale.

CHAPITRE IV

LA MONNAIE DANS L'ESPACE (COMPENSATION) .. ET DANS LE TEMPS (CREDIT)

Demeurons dans l'hypothèse d'une circulation purement métallique ; avant la création des banques, les déplacements de numéraire étaient difficiles et même dangereux. La monnaie transportée sous bonne escorte cheminait péniblement et les paiements à distance éloignée étaient fort incommodes. La vitesse de circulation se trouvait donc sans doute très réduite et l'argent était thésaurisé jalousement entre les échéances. On comprend mieux les théories métallistes et même les doctrines mercantiles si l'on songe au pouvoir d'achat considérable que la masse de la monnaie devait avoir par rapport à l'ensemble des biens.

Les détenteurs d'espèces pouvaient exercer une véritable dictature et imposaient leur loi par la nécessité où l'on était d'avoir recours aux métaux précieux pour assurer les échanges ; on ne pouvait absolument pas s'en passer et les états craignaient toujours de venir à en manquer. Dans une pareille éventualité, les marchandises les plus utiles risquaient de demeurer, sans

acheteur et l'on était menacé par l'arrêt des transactions des troubles économiques les plus graves. Toute notre histoire jusqu'à une époque relativement peu éloignée, est remplie d'épisodes où l'on voit le rôle joué par les trésors de guerre accumulés par les princes sous forme de métaux précieux dont la possession représentait une partie très importante de la fortune privée. Quel que soit le volume des instruments de paiement, la masse monétaire n'était capable d'effectuer qu'un petit nombre d'échanges dans un temps donné et l'on conçoit l'importance que l'on attachait à la possession d'une richesse qui permettait de se les procurer toutes. Au moyen âge, celui que le droit canonique voulait protéger dans les contrats, c'était l'acheteur et non le vendeur, car celui qui se déssaisissait de son numéraire était présumé avoir les plus fortes chances de faire un marché de dupes (1).

Pour les glossateurs, l'acheteur est un naïf que le marchand a enjolé et il faut venir à son secours. Saint Thomas d'Aquin reprenant les théories d'Aristote affirme que pour faire régner la Justice dans la société il doit y avoir une certaine égalité de prestation entre les individus : Les théories morales de l'Eglise ne suffisent pas à elles seules pour expliquer cette extension de la notion de lésion. Il faut y voir dans une certaine mesure un reflet de la situation économique. Les hommes de cette époque semblent avoir été hantés par la difficulté d'arriver au moyen de la monnaie à une solution équitable du problème des échanges.

(1) Codi (14.61.5). Voir aussi grande glose, Loi 2 C, IV 44,

La prohibition du prêt à l'intérêt se conçoit aussi dans une société où les métaux précieux sont avant tout une richesse statique et celui qui les emprunte court un danger très grand de ne pouvoir se les procurer de nouveau à l'échéance quelle que soit l'importance de ses autres biens à cause de l'étroitesse des marchés et de la lenteur de la circulation. On peut dire qu'alors les richesses se distribuaient juridiquement aussi mal que matériellement.

On retrouva également des survivances de cet état d'esprit dans les règles de la saisie privée. L'exécution forcée sur les biens aboutit longtemps à une dation en paiement et non à une vente publique (1).

On craint que les meubles du débiteur ne puissent trouver preneur même à vil prix et le créancier sera longtemps tenu de se les approprier, après une estimation faite par des fonctionnaires royaux. On peut aussi remarquer la fréquence dans notre ancien droit de pacte comissoire et plus tard les formalités innombrables de la saisie immobilière dont il reste encore aujourd'hui des vestiges.

Ainsi malgré la pénurie des transactions, la monnaie était autrefois bien plus désirée que maintenant ; elle était même si nécessaire qu'on en aurait fait la richesse par excellence et les alchimistes croyaient que le jour où ils auraient trouvé la pierre philosophale, une ère de prospérité s'ouvrirait pour l'humanité.

De pareilles notions qui correspondent à l'opinion

(1) Loi salique, titre 50 (1-2-3). Loi Ripuaire, T. 32,3 et 4.

moyenne admise généralement pendant une longue époque historique, et qui reposent malgré tout sur une certaine observation des faits s'accomodent mal de la théorie quantitative car l'abondance ou la rareté d'une monnaie divisible à l'extrême n'est pas concevable matériellement et l'on doit admettre que la pénurie de numéraire provenait uniquement de sa mauvaise utilisation.

Pour échapper à cette servitude, pour se libérer de l'assujettissement aux caprices des détenteurs de métaux précieux, les hommes qui n'avaient pas découvert la pierre philosophale imaginèrent la compensation d'abord le crédit ensuite, donnant ainsi progressivement à la monnaie les attributs qui la caractérisent à notre époque.

La compensation dans sa forme primitive suppose simplement qu'un créancier devienne débiteur de son débiteur ou inversement (*Debiti et crediti inter se contributio*). Déjà à Rome, lorsqu'un *argentarius* poursuivait un de ses clients, il devait lui-même faire la balance de son crédit et de son débit et ne réclamer en justice que le **solde**.

Ainsi comprise, la compensation rend quelques services et permet d'économiser du numéraire dans les relations juridiques entre deux personnes qui forment un couple. Mais pour chacun de ces couples, dans les cas où l'opération est possible, il y a un solde exigible et tant que ceux-ci ne sont pas groupés mais indépendants, la compensation est circonscrite dans une sphère très étroite. Pour élargir son champ d'application, on eut recours à partir du **xvii^e** siècle à la lettre de change

endossable, dont l'emploi se développa d'abord à Gênes, puis à Venise, puis à Amsterdam. Plus tard, grâce à la création des comptes de dépôts et l'établissement des Clearing-Houses, des masses énormes de créances et de dettes purent être éteintes par ce procédé, ne laissant substituer qu'un solde d'autant plus faible proportionnellement à l'ensemble des engagements que ceux-ci devenaient plus considérables. Dans un circuit de ce genre où la compensation s'opérerait d'une façon parfaite avec une multitude de virements en sens contraire, la loi des grands nombres nous enseigne que le solde moyen probable doit croître comme la racine carrée du nombre des opérations. Les possibilités de vitesse de circulation de la monnaie sont d'autant plus grandes que les méthodes bancaires ont atteint un plus grand degré de perfection et que le public a plus ou moins l'habitude d'effectuer ses paiements par virements. On sait qu'il y a des différences énormes dans les usages de chaque pays et qu'en France, par exemple, les espèces circulent beaucoup plus lentement qu'en Angleterre ou aux Etats-Unis.

Il importe de faire remarquer à cette place une erreur fréquente chez les partisans de la théorie quantitative qui prétendent que toutes choses égales il faut une masse monétaire deux fois plus grande quand le volume des transactions vient à doubler.

Cette opinion ne serait exacte qu'en l'absence de toute possibilité de compensation ; mais dès que celle-ci existe même d'une façon imparfaite, le solde nécessaire a tendance à croître comme la racine carrée du nombre de

transactions, c'est-à-dire qu'il croît beaucoup plus lentement que le volume des échanges.

Dans l'équation simplifiée $MV = PT$.

Si T venait à doubler et si P restait immobile, l'équilibre se rétablirait par une petite augmentation de M et une plus grande augmentation de V.

Déjà, les espèces peuvent circuler plus rapidement et deviennent un appoint dans le sens étroit du terme. Les paiements ne sont plus effectués intégralement, mais ne jouent que pour des soldes et l'on arrive plus facilement au résultat cherché qui est de payer des produits avec des produits.

Ainsi grâce aux banques de dépôt, les relations à distance deviennent aisées et il suffit dans la plupart des cas d'un simple transfert sur les livres de l'établissement.

De l'opération de dépôt à l'opération de crédit, il restait un pas décisif à franchir. La compensation ne jouait encore que pour les relations instantanées ou fixées à une époque déterminée de balance, il restait encore à la rendre possible dans le temps, c'est-à-dire à échéance (1).

Werner Sombart considère comme essentiel du point de vue historique le moment où la relation de crédit affirmée dans le reçu d'un banquier est devenue impersonnelle. Un nouveau type de papier valeur a pris naissance le jour où un changeur a pour la première fois réalisé par écrit une promesse de paiement à faire au

(1) Werner Sombart. *Les Juifs dans la vie économique*, Payot 1923.

porteur sans que ce paiement fut subordonné à l'existence d'un dépôt d'argent comptant au nom de ce porteur.

Cette opinion du savant professeur, nous la partageons entièrement en ce qui concerne le billet de banque, mais selon nous, l'événement capital s'est produit antérieurement à son apparition. Le crédit en monnaie est né le jour où pour la première fois un banquier a fait à un de ses clients un prêt d'argent ou une promesse de paiement dans l'intention d'employer à son profit une partie des sommes reçues en dépôt après avoir supposé ou calculé que tous les créditeurs ne viendraient pas en même temps exiger leur remboursement.

L'opération de crédit en ce qui concerne le numéraire, nous n'y voyons pas autre chose qu'une extension du champ de la compensation, basée sur un calcul des probabilités quant aux demandes d'espèces entre deux échéances.

Les professionnels d'Amsterdam ou de Venise ne furent pas sans remarquer que le montant de leurs dépôts ne descendait jamais en dessous d'un certain chiffre, et qu'ils pouvaient sans risque en prêter une partie à court terme. Le billet de banque exista lorsque la promesse de paiement fut libellée par écrit et impersonnelle, mais il ne fut que la consécration et le perfectionnement de pratiques existantes. Il a gardé ses caractères originaires dans tous les pays et à toutes les époques où la monnaie s'est trouvée librement convertible. Dès son apparition, il est devenu par lui-même un instrument de paiement absolument parfait, s'identifiant

avec la valeur métallique à laquelle il donnait droit et capable à son tour de faciliter de nouvelles compensations et de gager de nouveaux crédits.

L'emploi du billet de banque se conçoit facilement lorsque l'on songe que les titulaires de comptes courants ne font circuler leurs dépôts que pendant un temps relativement restreint et que leurs fonds sont littéralement inemployés pendant de longues périodes. Il y a une moyenne au-dessous de laquelle les encaisses ne descendent pas. Pour faire circuler ces sommes inertes qui sont techniquement *res nullius*, il suffit de les prêter dans les intervalles où leurs titulaires ne les utilisent pas. On accélère ainsi artificiellement la vitesse de circulation pour le plus grand profit de l'émetteur.

Mais alors que la simple compensation ne dépend que de la technique et du perfectionnement des relations bancaires, le crédit par émission pose un problème de *prévision*. Il n'y a à ce sujet, aucune différence entre un compte courant à la faveur duquel on peut tirer par chèque et un prêt de billets. Ce sont deux formes absolument semblables de création de pouvoir d'achat employées alternativement selon qu'on effectue ses règlements par virement ou autrement.

Mais leur utilisation suppose connues les intentions des porteurs qui ont tous des droits égaux et peuvent réclamer à tout moment les espèces métalliques qui figurent à leur crédit. En pareille matière, quelles que soient les précautions prises, nous sommes dans un domaine où les influences psychologiques sont très grandes et il est impossible de formuler des règles précises au sujet des

émissions supplémentaires, si modérées soient-elles.

On discute encore sur la vraie nature du billet de banque et sur celle de sa couverture métallique.

Sous un régime de convertibilité, la définition juridique est très simple; il s'agit d'une promesse d'espèces payables à vue et au porteur. Mais quel est le gage de cette promesse ? On répond que c'est l'encaisse de la banque centrale et pour le surplus son portefeuille commercial. Cependant, la lettre de change n'est qu'un engagement de rembourser à l'échéance une somme prêtée et la consistance d'un gage ne se procure que par l'existence réelle de la garantie. Or, il est constant que la masse des billets est dans n'importe quel pays supérieure à la masse métallique de réserve. Se contenter d'une promesse, c'est abdiquer en partie son droit de propriété du moment que le titre qui la constate n'est pas un simple récépissé de dépôt. L'or n'est donc pas le gage de la circulation fiduciaire, mais il la garantit en ce sens qu'il représente pour chaque porteur individuellement une probabilité d'être remboursé et même une certitude pratique en période normale. En réalité, il y a une sorte de louage de service par la banque centrale du surplus des capitaux qui restent sans emploi dans la mesure toute théorique où leurs possesseurs ne les utilisent pas simultanément. Mais si l'on faisait abstraction de ce postulat, on se trouverait en présence d'un ensemble de promesses irréalisables, puisqu'il n'existe pas sur terre un stock d'or suffisant pour les satisfaire toutes à la fois et la situation des émetteurs pourrait être assimilée à celle d'un groupe de vendeurs à décou-

vert qui auraient jeté sur le marché plus d'actions d'une société qu'il n'en aurait été émises. En résumé, pour une monnaie convertible, les engagements de la banque ont pour seule garantie, la constance des habitudes des porteurs de billets et leur confiance dans la stabilité de la devise nationale.

Mais si le public se contente généralement des billets, c'est que la possession de ces derniers offre les mêmes avantages que celle du métal et qu'ils sont moins encombrants. Leur qualité ne peut avoir d'influence sur ce qu'on a coutume d'appeler la valeur métallique ; quant à la valeur courante, elle est influencée par cette masse nouvelle exactement comme par une production supplémentaire des mines, à supposer que la vitesse de circulation et les transactions ne viennent à subir aucun changement.

Il y a en la circonstance une véritable création de monnaie du consentement universel et l'on peut prétendre comme M. Nogaro que le billet détermine le pouvoir d'achat de l'or bien plus que l'or celui du billet.

Cependant de cette fiction juridique, de cette situation hybride créée par la présence de deux espèces de monnaies inégales en quantité et rigoureusement convertibles l'une dans l'autre, résultent des conséquences pratiques importantes sous le régime du gold builion standard ou du gold exchange standard.

La monnaie naturelle sera concentrée dans les caves des instituts d'émissions et ne circulera guère que pour des virements de pays à pays, tandis que la monnaie

fiduciaire se verra seule utilisée pour les besoins courants et locaux.

La quantité de la première sera fonction de la production des mines, la quantité de la seconde sera variable suivant les circonstances économiques mondiales et nationales, mais ce chiffre, malgré son élasticité, sera contenu dans certaines limites relativement étroites et dominé par le souci de conserver une encaisse métallique permettant de satisfaire aux demandes courantes.

En dernière analyse, les possibilités de réescompte seront entravées par la nécessité d'avoir une circulation en harmonie avec les stocks métalliques et le volume de la circulation mondiale des billets sera, mais avec plus de souplesse, liée dans une certaine mesure à l'accroissement de la production des mines. On peut donc dire que la masse d'or existant, limite l'émission des billets, et qu'il y a un lien assez étroit entre les quantités de monnaie naturelle et les quantités de monnaie fiduciaire.

Nous pouvons maintenant déterminer ce que représente exactement M dans l'équation de l'échange. M c'est toute la monnaie qui se trouve dans la circulation, billets de banque, espèces divisionnaires, pièces d'or, qui ne sont pas thésaurisées par les banques centrales d'émission. Mais les billets eux-mêmes peuvent circuler de deux façons bien différentes. Tantôt ils servent aux paiements par simple tradition et remplissent leur fonction en passant de main en main, tantôt ils sont déposés dans des établissements de crédit et donnent lieu à l'ouverture d'un compte de dépôt. Dans ce dernier cas, la transmission de la valeur qu'ils représentent a lieu

au moyen de chèques ou de virements de compte à compte et la vitesse des paiements s'en trouve fort accrue.

On a donc convenu de donner le nom de m^1 à la monnaie circulant d'une façon juridique et non matérielle, suivant cette seconde forme. Un billet de banque est donc tantôt M tantôt m^1 , selon que le pouvoir d'achat qu'il contient est transmis de l'une ou l'autre manière. Mais nous n'avons pas encore la totalité de m^1 .

D'une part, la banque centrale d'émission peut consentir des ouvertures de crédit sans créer matériellement de titres de circulation. Ce crédit, lorsqu'il n'est pas encore billet peut quand même être viré à un autre compte et permettre d'effectuer des paiements.

D'autre part, les banques de dépôts accordent elles aussi des crédits qui sont de véritables émissions de monnaie contre remise d'effets de commerce ou autres garanties. Ce pouvoir d'achat ne prend pas toujours la forme de billets, et peut également se transmettre par le moyen de chèques.

A une échelle plus réduite, la banque de dépôt créée de la monnaie dans les mêmes conditions que la banque centrale. Elle ne fabrique pas de billets matériellement, mais elle prête une partie du pouvoir d'achat dont elle dispose d'une façon pratiquement permanente à une nouvelle catégorie de clients qui figurent dans ses livres parmi les débiteurs. En cas de besoin, une partie du portefeuille de ces établissements est réescomptée à la banque centrale qui joue ainsi, mais d'une façon intermittente, le rôle de régulateur. Pour toute la partie du

portefeuille qui n'est pas réescomptée, il y a répétition des opérations qui se sont traduites à l'institut d'émission par la création de billets de banque.

L'établissement de crédit perçoit un intérêt sur les moyens de paiements ainsi mis à la disposition d'une partie de sa clientèle ne servant à ses créiteurs qu'une redevance nominale dont le but est surtout de donner juridiquement à ces opérations de dépôt le caractère d'un prêt. C'est pour tenir compte de ces divers éléments qu'à la formule $MV = PT$, on a substitué celle-ci plus complète : $MV + M^1V^1 = PT$. Mais l'équation de l'échange ainsi amendée n'est pas encore complète. Il existe encore d'autres instruments qui peuvent occasionnellement permettre d'effectuer des paiements.

Les valeurs mobilières par leur division en coupures, sont particulièrement aptes à servir de moyen direct de règlement. Quand la France dut payer en 1871 à l'Allemagne, l'indemnité stipulée par le Traité de Francfort, le règlement s'effectua presque exclusivement au moyen de titres (1).

L'échange et la circulation de coupons ont toujours été l'objet d'opérations de la part des arbitragistes. Plus récemment encore, les bons de la défense nationale étaient souvent acceptés dans les grands magasins en paiement d'achats effectués, à tel point qu'on s'était demandé s'ils n'étaient pas en pratique, devenus une

(1) Herbelot et François. *La Monnaie et les Changes*, Paris 1921, page 74.

véritable monnaie. Il ne faudrait pas exagérer d'ailleurs l'importance de pareilles transactions, parce qu'en général, la circulation de ces agents employés assez rarement, est très lente. Ces opérations sont plutôt des dations en paiement et ne prennent de l'ampleur que dans des circonstances exceptionnelles. Mais l'équation de l'échange serait incomplète si on n'en tenait pas compte. Elle serait donc plus rigoureusement $MV + M^1 V^1 + M^2 V^2 = PT$. M^2 et V^2 , représentant les moyens subsidiaires de règlements par titres, bons de la défense, effets de commerce, coupons etc... Toutefois, lorsqu'on n'utilise pas cette formule pour des recherches statistiques, on peut se contenter de la définition schématique $MV = PT$. Si nous avons insisté particulièrement sur la compensation et le crédit, c'est parce que ce sont là des éléments essentiels pour la compréhension des phénomènes monétaires contemporains.

La compensation rend possible une plus grande vitesse de circulation et permet donc dans un temps donné d'effectuer davantage de paiements avec la même somme.

Le crédit est une fiction qui conduit à la création pure et simple de numéraire, car dans ce domaine, il n'y a aucune différence entre la promesse et la chose promise. C'est la coutume et leur commodité qui a élevé les métaux précieux au rang de monnaie. Les billets de banque ont vite rendu les mêmes services, puis les crédits ouverts par les banquiers. Tandis que le prêteur d'un corps certain perd la jouissance de son bien dont il transmet la possession à l'emprunteur, le titulaire d'un compte de

dépôt à vue conserve son pouvoir d'achat tout en le prêtant à un autre par l'intermédiaire de la banque. Il y a une véritable multiplication du capital espèces, et cette création n'a qu'un seul fondement : « l'acceptation commune ». On ne remplace pas les billets par de l'or, parce que le métal est encombrant. On laisse ces billets dans une banque pour ne pas être volé, et grâce à ce cycle d'habitudes, le volume de la circulation acquiert une certaine élasticité. A travers le crédit, les facteurs psychologiques interviennent dans la détermination de la quantité de monnaie sous un régime de convertibilité.

En pareil cas, ce n'est pas l'autorité de l'Etat qui règle le chiffre des émissions, puisque si les billets ont cours légal, ils n'ont pas cours forcé. La confiance accordée par le public à ceux-ci les transforme en monnaie parfaite quelle que soit la quantité en circulation, mais cette confiance, il est susceptible de la retirer en certaines circonstances. Tout le système repose sur une équivoque créée par l'organisation de l'escompte. Pour l'emprunteur individuellement, il y a échange d'une richesse future, contre une richesse présente. Pour l'émetteur, il y a simplement création d'une certaine quantité de monnaie dont le pouvoir d'achat est une fraction de la puissance globale d'acquisition de l'ensemble du numéraire en circulation.

L'émetteur reste usufruitier de la valeur ainsi créée puisqu'il en touche les intérêts.

Si la quantité était le seul élément à considérer, ce pouvoir d'achat supplémentaire réduirait automatiquement celui des unités existant antérieurement. C'est ain-

si que le professeur Cassel explique la hausse des prix due à l'inflation » (1).

Quelques auteurs même parmi les partisans de la théorie quantitative, refusent la qualification d'inflation aux crédits émis en contre-partie d'effets de commerce parce que, disent-ils, ce sont des capitaux empruntés qu'il faudra rendre un jour. Ils oublient que la banque d'émission touche les intérêts de ces capitaux qu'elle ne doit à personne comme si elle en était propriétaire et qu'elle en fait en quelque sorte le placement. Si le pouvoir d'achat de la monnaie n'est pas toujours modifié par les fluctuations du chiffre des effets escomptés, c'est parce que la théorie quantitative analysant la monnaie d'un point de vue purement statique, ne peut tenir compte de tous les éléments en action.

Emission gagée, émission non gagée, ce ne sont là que des fictions du point de vue purement monétaire. Si la théorie quantitative était exacte, l'augmentation du volume des effets escomptés aurait une action immédiate et certaine sur les prix. Entre l'émission gagée et l'émission non gagée, il n'y aurait qu'une seule différence. Dans la première, la valeur métallique ne changerait pas, il n'y aurait que des variations de la valeur courante (1). Dans la seconde, il y aurait des fluctuations

(1) Cassel, *La Monnaie et le change après 1914*, 1923 op. cit. p. 19 : « La création d'un pouvoir artificiel d'achat conduit à une dilution de la monnaie. C'est le procédé qu'on désigne sous le nom d'inflation ».

(2) Nous adoptons la terminologie rendue classique par Savigny en distinguant trois valeurs de la monnaie, Valeur nominale, Valeur métallique, valeur courante,

non seulement de la valeur courante, mais aussi de la valeur métallique.

La coexistence d'une circulation d'or et d'une circulation de billets ou plutôt d'une réserve d'or et d'une circulation de billets ne pose un problème pratique que parce qu'il s'agit de deux grandeurs inégales dont l'une, la plus petite, est toujours exigible. Parce que le lingot est plus rare que le billet, il peut lui être un jour préféré et uniquement pour cette raison.

L'émission d'une monnaie convertible se trouve soumise au contrôle des porteurs. Elle est libre dans la limite de leurs habitudes et de leur confiance.

La masse en circulation est donc extensible grâce au crédit. M . peut varier dans certaines limites. Les banques tirent parti de l'augmentation de M , en touchant les intérêts et contrôlent dans une certaine mesure les entreprises qu'elles financent. Il n'y a rien de plus. Nous sommes toujours dans le domaine statique. La grandeur de M . prise isolément n'est pas plus susceptible de nous renseigner sur le niveau des prix que la longueur d'un terrain sur sa surface.

Avec la compensation au contraire, nous saisissons mieux les possibilités d'utilisation d'une somme déterminée. Nous comprenons comment on peut faire circuler le numéraire et effectuer de nombreux paiements avec la même somme.

Nous nous rendons un compte plus exact de sa fonction et de son utilité qui a pour fondements les services rendus et nous cesserons de ne considérer que sa quan-

tité pour nous intéresser au nombre de paiements qu'il est possible de faire dans un temps donné.

De même que la technique du crédit permet l'augmentation de M , la technique de la compensation permet l'accélération de V .

Dans un système monétaire déterminé avec une organisation bancaire déterminée et certaines habitudes du public, il y a une vitesse de circulation qu'on pourrait qualifier de normale, une vitesse d'équilibre.

Mais rien ne permet de supposer que cette vitesse doive être constante comme le prétend Irving Fischer.

(Si nous cherchions une analogie en mécanique, nous pourrions dire que ce n'est pas parce que la vitesse de régime d'un moteur d'automobile est de 2.500 tours, qu'il devra nécessairement fonctionner à cette vitesse. Peut-on même parler d'une vitesse de circulation optimale de la monnaie. C'est douteux, car l'élément psychologique qui la détermine échappe à l'analyse quantitative).

Tout ce que l'on doit admettre, c'est quelle ne peut augmenter indéfiniment et que toute exagération conduit inévitablement à une réaction.

Théoriquement et pratiquement, elle est essentiellement variable et si nous considérons la monnaie en bloc, nous nous apercevons que le pouvoir d'achat de l'ensemble des moyens de paiement existant à un moment donné représente une fraction de la valeur des biens échangeable.

Et chose remarquable, l'importance de cette fraction ne dépend pas du nombre des unités car l'ensemble des estimations sur la monnaie est sans rapport avec sa

quantité et la diminution ou l'augmentation des espèces ne modifie en rien leur utilité globale.

Il est exact que la valeur des marchandises pour tout individu, se fonde sur leur utilité finale, sur l'utilité de la dernière unité, mais il s'agit de choses concrètes, tandis que la quantité de monnaie n'est qu'une abstraction.

En réalité, il y a division en unités de l'utilité de la fonction monétaire qui ne se trouve ni augmentée ni diminuée par le nombre des fractions.

Mais les quantitativistes en ont conclu trop hâtivement que la loi de l'offre et de la demande ne s'appliquait pas à la monnaie.

Bien que celle-ci forme une universalité, il existe un rapport susceptible de variations entre l'ensemble des estimations sur la monnaie et l'ensemble des estimations sur les marchandises. Et le rapport monnaie-marchandise sera d'autant plus petit que la vitesse de circulation sera plus grande.

C'est le rythme des paiements tantôt ralenti, tantôt accéléré qui empêchera la monnaie de n'être qu'une sorte de reçu des richesses humaines et un ticket donnant droit à une quantité fixe de biens matériels, et c'est la vitesse de circulation qui, en dernière analyse, permettra de déterminer l'utilité de la monnaie, de comprendre qu'elle soit tout à tour demandée ou offerte, nous conduisant à la définition de ce que les économistes appellent l'encaisse désirée.

CHAPITRE V

L'ENCAISSE DESIREE FACTEUR DE LA VITESSE DE CIRCULATION

La technique bancaire et les progrès de la compensation ont permis à la vitesse des paiements de s'accroître considérablement au cours du XIX^e siècle et dans les trente dernières années. Cependant les différents pays sont loin d'être organisés d'une façon semblable et il y a des différences remarquables d'un état à l'autre, surtout en ce qui concerne l'habitude des règlements par le moyen de chèques.

On conçoit que le mouvement du numéraire soit déterminé grandement par les possibilités d'ordre pratique mais encore faut-il qu'un élément humain intervienne pour mettre en action le système.

Quels sont les mobiles qui nous poussent généralement au lieu de thésauriser, à nous montrer enclins à faire circuler notre argent aussi rapidement que nous le pouvons et à donner à la monnaie une vitesse plutôt qu'une autre ?

C'est notre volonté qui donne cette impulsion dans la mesure où cela est matériellement réalisable. Il y a donc

à la base un facteur psychologique qui agit car le rythme des paiements est lié à notre désir de ne pas conserver en caisse au delà d'un certain montant d'espèces improductives.

La vitesse de circulation de la monnaie n'est pas un phénomène spontané (1).

Elle n'est autre chose que la représentation symbolique de la durée moyenne d'un cycle à la suite duquel les mêmes sommes redeviennent disponibles.

Notre intérêt nous commande dans une certaine mesure de ne pas laisser trop longtemps nos liquidités sans emploi, car tant qu'elles se trouvent en notre possession sous forme de numéraire, elles représentent une valeur improductive.

C'est donc notre désir de ne pas faire de sacrifice inutile, de conserver notre actif sous une forme rémunératrice qui nous incite à faire des espèces le meilleur emploi possible et à n'en pas conserver plus qu'il ne nous paraît nécessaire.

Pour Irving Fischer, l'expression vitesse des paiements s'entend de tous les changements de mains effectués par la monnaie dans l'unité de temps. Comme chaque transaction donne lieu à un paiement ou tout au moins à un virement tous les échanges, quelle qu'en soit la nature, devront être pris en considération.

Théoriquement, cette formule nous paraît la plus exac-

(1) Karl Kirmayer *die quantitätstheorie* Iéna.

(2) 1922 *op. cit.*, p. 66 : « Es gibt keine selbständige umlaufgeschwindigkeit des geldes,

te et correspond à la réalité des faits, mais elle peut être en pratique simplifiée sans grands inconvénients.

L'économiste autrichien Schumpeter (1) estime qu'on ne peut calculer la vitesses de circulation d'après le nombre de fois où la monnaie change de mains parce que d'après lui, il y a beaucoup d'intermédiaires entre producteurs et consommateurs.

Il préfère y voir le nombre de cycles parcourus par la monnaie depuis le consommateur jusqu'au possesseur de forces productives en passant par l'entrepreneur.

Ce qu'il considère avant tout, c'est la destination des produits évalués en argent et non la chaîne des transactions successives.

Nous considérons cette définition comme un peu arbitraire et presque idéale car il est impossible de déterminer exactement les échanges qu'il faudra intégrer dans le cycle de Schumpeter et ceux que nous devons éliminer comme simples opérations intermédiaires.

Cependant, sous sa forme plus schématique, elle fait mieux comprendre l'existence d'un certain rapport variable entre le total des encaisses et le total des revenus.

Soit R le revenu

M la quantité de monnaie

V la vitesse de circulation dans le temps considéré, on aura $R = MV$.

(1) M. Bousquet a consacré à Joseph Schumpeter actuellement professeur à l'Université de Bonn une remarquable étude dans la *Revue d'Economie Politique* de Juillet 1929, p. 1017 et suiv.

Mais comme V dans ce cas n'est plus la vitesse de circulation telle que nous l'avons définie, mais un symbole qui en dérive sans pouvoir lui être exactement comparé, nous aimons mieux nous contenter de constater qu'il y a un rapport déterminable entre la quantité de monnaie en circulation et le revenu estimé en argent.

Ce rapport, nous pouvons l'appeler $\frac{M}{R}$. Il est en quelque sorte la représentation de la demande de monnaie et nous conduit à la notion d'encaisse désirée dont voici une définition : « La fraction de nos revenus que nous conservons habituellement liquide non seulement pour les besoins du jour, mais pour nos dépenses courantes ». M. Rist à son cours remarque que l'encaisse désirée varie suivant les temps et suivant les pays et que dans un état où il n'y aurait pas de banques, elle serait très forte, car chacun garde alors par devers soi un pouvoir d'achat aussi grand que possible.

Le professeur Cassel note que la vitesse de circulation est l'inverse de la demande de monnaie qu'on peut représenter de la façon suivante : $D = \frac{1}{V}$.

Là encore, il est question, sous le nom de vitesse de circulation de la formule simplifiée $\frac{R}{M}$.

En résumé, nous pouvons appeler encaisse désirée soit le rapport entre la quantité de monnaie et l'ensemble des paiements effectués pendant une certaine période, soit le rapport entre cette même quantité et l'ensemble des revenus de cette même période. Les deux définitions ne s'excluent pas, la première est plus précise, la seconde plus concrète. On peut enfin considérer le rapport entre la

quantité de monnaie et l'estimation en capital de l'ensemble des biens échangeables.

Certains économistes anglais comme Hawtrey (1), se sont, dans leurs développements, servi de formules qui s'apparentent avec celles que nous venons d'indiquer, mais ils sont comme Fisher restés fidèles à la théorie quantitative bien qu'ils aient analysé des éléments susceptibles de la rendre bien précaire.

La théorie de Keynes est particulièrement intéressante et M. Aftalion a consacré un chapitre à son étude et à sa critique dans *Monnaie, crédit et change*.

Nous en reprendrons ici la discussion pour examiner certains points particuliers.

Voici les termes de l'équation sur laquelle Keynes appuie ses démonstrations.

$$N = P (K + RK^1)$$

N quantité de monnaie en circulation,

P nombre indicateur des prix,

R proportion que les banques conservent liquide d'après leurs engagements.

K et K^1 unités de consommation que la monnaie en caisse ou en dépôt est capable d'acheter. Ce qui nous rapproche de la notion d'encaisse désirée, c'est K et K^1 représentent la valeur réelle en articles de consommation de la monnaie et des dépôts et non pas seulement une valeur nominale.

(1) Hawtrey *Currency and Credit* Londres 1919. *Monetary reconstruction*, Londres 1923 et Keynes *A tract of monetary reform* Londres 1923. *La réforme monétaire*, Paris Kra 1924.

La valeur réelle, c'est ce que Fisher appelle le panier de la ménagère. On met dans un panier un assortiment aussi complet que possible de marchandises variées, du beurre, des œufs, du lait, du pain etc... et on considère la quantité de monnaie qu'il faut déboursier pour se procurer le tout.

Mais l'équation de Keynes offre ceci d'intéressant qu'elle ne considère pas l'unité mais la totalité de la monnaie pour apprécier son pouvoir d'achat.

Cependant M. Aftalion en critique à juste titre l'énoncé, car si on la simplifie à la forme réduite $N = PK$, on s'aperçoit qu'elle semble vouloir indiquer tout simplement que le total de ce que les particuliers ont de monnaie en caisse égale les prix de tout ce qu'ils peuvent acheter avec cette monnaie.

En réalité, malgré cette présentation défectueuse, Keynes a eu conscience que les variations des balances réelles jouaient dans la détermination des prix un rôle au moins aussi important que les variations des balances nominales. Bien qu'il qualifie encore sa théorie de quantitative, il est obligé d'admettre la possibilité de certaines discordances. Voici ce qu'il écrit à la page 101 de la réforme monétaire : « *Dans les pays agricoles où les paysans thésaurisent volontiers la monnaie, l'inflation en particulier à ses débuts n'augmente pas les prix en proportion. En effet, par suite d'une certaine hausse des prix des produits agricoles, davantage de monnaie se dirige vers les poches des paysans et tend à y rester. Se croyant plus riches pour cela, les paysans élèvent la proportion de leurs revenus qu'ils accumulent. Ainsi, sous l'influen-*

ce de ces faits et de certains autres, les termes de notre équation tendent par leurs mouvements à favoriser la stabilisation de P et il est des frottements qui empêchent les variations modérées de M de réagir pleinement sur P : ».

Plus loin page 104, on lit : « Les variations de prix ne sont pas un mystère. Elles sont soumises à quelques influences précises et susceptibles d'être analysées. Deux de ces influences N et R sont ou devraient être sous le contrôle des autorités bancaires. La 3^e K et K^1 n'est pas directement contrôlable ; elle dépend de l'humeur du public et du monde des affaires ».

La pensée de l'auteur se dégage de ces textes mieux que de sa formule. La vitesse de circulation devient le moteur des fluctuations de la valeur de la monnaie. Toutes les fois qu'il y a des discordances entre N et P , elles proviennent de la tendance des particuliers à conserver par devers eux des balances réelles accrues ou diminuées un pouvoir d'achat augmenté ou amoindri. C'est donc la vitesse de circulation qui est un des facteurs déterminants des mouvements des prix.

Mais pourquoi concentrer le débat sur le terrain de la causalité. Pourquoi prétendre que V commande les prix plutôt que d'en être l'effet, et pourquoi surtout discuter encore sur de prétendues variations autonomes de la vitesse de circulation.

C'est parce que le problème est mal posé qu'il reste circonscrit chez Keynes comme chez beaucoup d'autres dans le domaine d'hypothèses mal définies.

L'équation $M = PK$ est insuffisante, parce qu'elle négli-

gè de comparer PK avec le revenu. Il faut la compléter pour définir l'encaisse désirée. En faisant intervenir les revenus, on aura $N = \frac{PK}{R}$, c'est-à-dire que la valeur réelle, le pouvoir d'achat de la monnaie en circulation, sera un rapport entre le nombre indicateur des unités de consommation et le revenu global pendant un temps donné. Nous revenons ainsi à la définition première $D = \frac{m}{R}$ et $V = \frac{R}{M}$.

Il ne s'agit plus maintenant de savoir si la vitesse de circulation commande aux prix ou si les prix déterminent la vitesse de circulation.

Celle-ci est à l'analyse entièrement fonction des variations du rapport $\frac{M}{R}$ si nous nous attachons aux revenus, et aux rapport $\frac{MV}{M}$ dans le cas où nous considérons la totalité des paiements. Inversement proportionnelle à l'encaisse désirée elle n'est plus que la mesure symbolique par laquelle s'expriment les fluctuations du pouvoir d'achat total des instruments monétaires. Etudier le rythme de la vitesse de circulation, c'est tout simplement étudier le rapport $\frac{M}{R}$. Toute cause susceptible d'influencer $\frac{M}{R}$ agira automatiquement sur V.

En ne voyant dans la vitesse de circulation de la monnaie qu'une cause de perturbations légères, en restant partisans de la théorie quantitative malgré cet élément nouveau, Fisher et Keynes n'ont pas paru se rendre un compte exact de l'importance du facteur que leurs analyses ont contribué à mettre en lumière.

Peut-être n'y ont-ils vu que l'effet d'une certaine inertie des éléments monétaires qui ne s'adaptent pas aussitôt aux changements de quantité, et ils ne paraissent pas s'être rendu compte de la part immense qui revient à la volonté de l'homme qui est le véritable moteur de V.

Certes, la compensation, les habitudes bancaires nous facilitent la tâche lorsque nous désirons conserver par devers nous, une proportion d'argent liquide aussi faible que possible.

Mais ces artifices techniques ne sont qu'une extension des limites dans lesquelles notre désir de monnaie pourra se mouvoir.

Le conducteur d'une automobile pouvant faire du cent à l'heure ne sera pas obligé de la lancer sur la route à cette vitesse.

Pour des causes multiples, il pourra se déterminer à rouler tantôt à 20 à l'heure, tantôt à 60.

De même notre solde en banque pourra grandement varier par rapport à notre fortune, suivant une foule de circonstances sans descendre au niveau minimum au-dessous duquel notre trésorerie risquerait de se trouver gênée.

Il faut abandonner définitivement le concept de la vitesse de circulation, fait extérieur qui semble n'avoir pour objet que de défendre malgré tout la théorie quantitative.

Le désir plus ou moins grand de pouvoir d'achat sous forme monétaire, voilà le fait psychologique initial. Les fluctuations de V se confondent avec lui.

Il nous reste à examiner les causes qui contribuent à modifier le rapport $\frac{M}{R}$, et nous aurons ainsi l'explication des variations de V.

Ce rapport $\frac{M}{R}$ nous pouvons également l'appeler D et nous dirons que la formule de l'encaisse désirée qui a pour synonyme la demande de monnaie est également équivalente de l'expression offre de marchandises.

A priori, la tendance naturelle de D serait d'être aussi petite que possible, parce que la monnaie ne rapporte pas d'intérêts.

Les expressions intérêt de l'argent, intérêt des capitaux, s'entendent des biens les plus divers évalués en numéraire ou bien du revenu d'une somme prêtée dont on a perdu la disposition.

Mais sous sa forme liquide, la monnaie ne rapporte pas d'intérêt ; quant aux dépôts à vue, leur rémunération est insignifiante. Il est donc naturel de supposer que nous ne désirions conserver en caisse que ce que nous estimons nécessaire pour nos dépenses courantes.

Selon l'organisation bancaire, les facilités du crédit, la coutume, etc..., les estimations de ce minimum indispensable seront susceptibles de se modifier. Mais il ne faut voir là que des indications d'ordre général qui ne sont pas absolument déterminantes du niveau de D. En de multiples circonstances, l'encaisse désirée peut varier.

Dans la fraction $\frac{\text{monnaie}}{\text{revenu}}$ nous pouvons séparer les causes de fluctuation revenu qui tiennent à la monnaie et celles qui proviennent des revenus.

Avant d'aborder la fameuse controverse sur l'existen-

ce de mouvement des prix indépendants de toutes causes monétaires directe, nous nous proposons d'examiner dans quelles conditions l'encaisse désirée peut varier pour des motifs provenant uniquement de M.

Peut-être trouverons-nous qu'en certaines circonstances, ce fameux désir qui constitue la demande de monnaie est bien indécis puisque nous allons voir quelquefois la vitesse de circulation changer de rythme, s'adapter passivement à des modifications survenues dans la quantité de monnaie et faire preuve fréquemment d'une élasticité remarquable.

Considérons à un moment donné le rapport $\frac{\text{monnaie}}{\text{revenu}}$, il représente à l'état d'équilibre, un certain niveau de notre appréciation du pouvoir d'achat général de la totalité des espèces en circulation.

Pour une raison quelconque, la quantité de monnaie vient à augmenter et accroît en valeur nominale le montant des sommes que les particuliers possèdent en caisse ou en banque.

D'après la théorie quantitative, selon Irving Fisher, les individus ne conservant par devers eux que le strict minimum nécessaire à leurs paiements, se hâteront de placer l'excédent de numéraire immobilisé et les balances réelles devraient s'ajuster immédiatement aux fluctuations des balances nominales. Le pouvoir d'achat de l'unité monétaire diminuerait et le rapport $\frac{M}{R}$ demeurerait inchangé.

Nous pensons avec M. Aftalion qu'en pratique les choses se passeront tout autrement.

Les individus ne remarqueront pas aussitôt que leur solde en caisse ou en banque est devenu trop élevé ; au contraire, ils ne seront pas mécontents de la plus grande aisance de leur trésorerie qu'ils attribueront volontiers à un concours de circonstances passagères.

Ils feront moins de paiements avec davantage de monnaie et neutraliseront ainsi pendant un certain temps les effets de l'augmentation de sa quantité.

Ainsi le rapport $\frac{M}{R}$ se modifiera et aura tendance à retarder l'effet des variations dues à l'augmentation du volume de la circulation.

A l'inverse, toute diminution de la quantité de M provoquera pendant un certain temps une réduction de $\frac{M}{R}$ et les industriels ou les commerçants s'efforceront d'effectuer les mêmes paiements avec une encaisse réduite.

On peut faire les mêmes observations au sujet des fluctuations du chiffre moyen des transactions. Le rapport $\frac{M}{R}$ s'adaptera assez facilement à des modifications qui ne seront pas trop durables du volume des changes.

Cette remarquable passivité de $\frac{M}{R}$ confirmée par de nombreuses statistiques, nous enseigne que l'encaisse désirée est susceptible d'évoluer dans des limites assez larges. Les inconvénients que peuvent présenter les changements de balances réelles ne doivent pas être la plupart du temps bien considérables puisque la simple force de l'habitude ou notre attachement à un pouvoir d'achat

s'identifiant avec la valeur nominale suffisent pour modifier celles-ci sans qu'il en résulte généralement aucune perturbation sérieuse dans les échanges.

Les hypothèses que nous venons d'examiner présentent ceci de particulier, qu'on y voit des changements d'ordre quantitatifs provoquer des réactions en sens contraire de la vitesse de circulation, qui joue ainsi un rôle régulateur analogue à celui d'un volant en mécanique, de telle sorte que parfois les prix peuvent rester stables malgré des fluctuations de M et de T .

Mais il n'y a pas toujours pareille indifférence de la demande d'encaisse. Il est des moments où la monnaie est désirée indépendamment de la marchandise obtenue en échange indépendamment du montant des revenus. Il s'agira en ce cas de prévisions sur la valeur future de la monnaie qui auront pour conséquence de modifier le rapport $\frac{M}{R}$.

Supposons qu'un grand nombre de personnes disposent en argent liquide d'un certain pouvoir d'achat. La croyance dans l'augmentation de la valeur courante de l'unité monétaire les incitera à augmenter leur encaisse non seulement en balances nominales, mais encore en balances réelles. M augmentera et si le volume de la circulation est resté le même, les prix baisseront.

A l'inverse, si l'on pense que la monnaie risque de se déprécier, ou que l'on prévoit l'aggravation future d'une dépréciation déjà acquise, on verra naître chez tous la volonté de ne conserver en caisse qu'un pouvoir d'achat aussi réduit que possible. On cherche à se défaire par

tous les moyens d'une valeur qui se détériore (1).

L'histoire monétaire de ces dernières années nous a montré combien devenait faible la demande d'encaisse dans les cas où le public instruit par l'expérience commençait à juger inévitable la dépréciation prochaine du pouvoir d'achat qu'il avait à sa disposition en numéraire. La certitude morale de la diminution de valeur de M incitait impérieusement à s'en défaire afin d'avoir un rapport $\frac{M}{R}$ aussi petit que possible de sorte que même si le volume effectif de la circulation demeurait sans changement, la hausse des prix ne cessait de se poursuivre.

Bien plus, la valeur de la monnaie risquant de se détériorer dans l'attente comme des fruits ou des légumes qui se gâtent à être gardés, le taux de l'intérêt ne représentait plus uniquement la rémunération d'un prêt de capitaux. On y ajouta bientôt une prime compensatrice du risque couru par le prêteur de recevoir à l'échéance une valeur inférieure à celle qu'il avait transmise ; ce n'était plus une simple assurance contre l'insolvabilité éventuelle du débiteur, un forfait pour atténuer les effets de la possibilité d'une libération trop avanta-

(1) Jean-Baptiste Say, *Economie politique*, tome 2, *op. cit.*, p. 170 : « Et quand c'est la monnaie qui se détériore, on cherche à l'échanger, à s'en défaire par toutes sortes de moyens. C'est en partie ce motif qui fut cause de la prodigieuse circulation qui eut lieu pendant que le discrédit des assignats allait en croissant. Tout le monde était ingénieux à trouver un emploi pour un papier monnaie dont la valeur s'évaporait d'heure en heure. On ne le recevait que pour le placer ; il semblait qu'il brûlât quiconque le touchait. Dans ce temps-là, les personnes qui n'avaient jamais fait le commerce s'en mêlaient ; on fonda des manufactures, on bâtit, on répara des maisons, on meubla ses appartements, on n'avait regret à aucune dépense même

geuse. Les taux d'intérêt pratiqués en Europe Centrale à certaines époques critiques furent souvent de l'ordre de 30 à 40 % par jour. Il y eut une dissociation remarquable entre les notions d'intérêt des capitaux.

Souvent ces mouvements de fuite devant la monnaie, cette accélération de V étaient enrayés par l'impossibilité matérielle de faire circuler les espèces au-delà d'une certaine limite d'où parfois une pénurie extrême de moyens de règlement (*geld mangel*) qui maintenait artificiellement à certains moments le pouvoir d'achat et rendait même quelquefois une reprise possible. Dans la phase finale par suite de la nécessité absolue d'avoir un intermédiaire entre les échanges, c'était souvent un arrêt presque total des transactions et l'on vit les magasins des grandes villes d'Allemagne ne rester ouvert que deux ou trois heures par jour. Peu à peu, d'autres devises circulèrent et remplacèrent dans les affaires la monnaie nationale qui n'inspirait plus confiance et cette introduction

pour ses plaisirs jusqu'à ce qu'enfin on ait achevé de consommer, de placer ou de perdre tout ce qu'on avait de valeur sous forme d'assignats ».

Ce passage analyse d'une façon remarquable les effets psychologiques de la dépréciation continue du papier monnaie. L'auteur a été particulièrement bien inspiré en se servant de l'expression « prodigieuse circulation » et on se rend très bien compte par cette analyse comment V est fonction du désir de se débarrasser au plus vite d'espèces dont la valeur va sans cesse en diminuant. Tout le chapitre xvi où Jean-Baptiste Say traite des avantages de l'activité de la circulation de l'argent et des marchandises est du plus grand intérêt, bien que l'assimilation de la circulation de la monnaie à celle des autres biens ait pour effet parfois de créer des confusions regrettables et de nuire à la clarté des développements.

dans l'économie de monnaies étrangères contribua encore à accélérer la dépréciation de la couronne et du mark au dernier stade qui précéda leur stabilisation, ou plutôt leur remplacement par d'autres instruments du paiement auxquels le public accorda alors sa confiance.

On voit par ce qui précède combien il est difficile d'évaluer le minimum qu'est susceptible d'atteindre le rapport $\frac{M}{R}$. Toutefois, dans les exemples tout-à-fait exceptionnels d'énorme dépréciation, c'est plutôt l'abandon de la devise intérieure comme monnaie qui provoque la diminution de l'encaisse désirée. L'apparition progressive de nouveaux instruments de paiement qui ont une vitesse de circulation qui leur est propre rend impossible toute détermination pratique du niveau inférieur de $\frac{M}{R}$.

L'hypothèse inverse ou $\frac{M}{R}$ est susceptible de s'accroître par suite de la prévision directe d'augmentation du pouvoir d'achat de M est plus rare. Elle ne s'est pour ainsi dire jamais présentée en pratique dans le cas où M est convertible.

Jusqu'ici l'attention des individus s'est portée bien plus sur la valeur métallique de l'unité monétaire que sur la valeur courante, et quand celle-ci restait stable, on ne se posait même pas la question de savoir si l'on devait combiner l'appréciation de la marchandise désirée avec celle de la monnaie (1).

Dans les périodes de hausse ou de baisse cyclique des

(1) Dans ce sens Aftalion, *Monnaies, prix et changes*, p. 215,

prix, la prévision porte sur l'estimation des marchandises bien plus que sur l'estimation de la monnaie.

Par contre, nous avons assisté particulièrement dans des périodes de préstabilisation, quand les pouvoirs publics ou bien la spéculation s'efforçaient d'augmenter l'appréciation de M à des phénomènes psychologiques où l'on voyait $\frac{M}{R}$ grandir sous l'effet de prévisions touchant la valeur future de M .

Si le mouvement a paru manquer d'ampleur les deux fois où il a pu être constaté en France, en 1924 et en 1926, c'est que là encore l'impulsion initiale est venue des variations de la valeur métallique et que les fluctuations de la valeur courant du pouvoir d'achat se sont trouvées très amorties, mais déjà dans ces courtes périodes la courbe A des valeurs mobilières avait été très influencée bien que le volume de la circulation se fût peu modifié.

Malgré tout, on peut considérer comme exceptionnelles les éventualités où M varie sous l'influence directe d'une prévision portant sur l'augmentation de la valeur de M .

Ainsi, nous avons pu constater que $\frac{M}{R}$ n'est sous la dépendance de M que dans des circonstances anormales.

Mais ce sont justement les éventualités où les facteurs psychologiques agissent avec le plus de force. Ainsi, la seconde forme de la théorie quantitative paraît plus erronée que la première, car s'il est admissible *a priori* de tenir pour négligeable les variations de V , on ne peut soutenir qu'il s'agit d'un élément monétaire lorsque V varie sous l'effet des prévisions,

Il y a cependant un cas où une cause purement technique peut modifier $\frac{M}{R}$. C'est lorsque l'encaisse désirée prend une valeur tellement petite que les échanges s'en trouvent contrariés.

Il peut arriver alors que par des crédits nouveaux la quantité de M augmente, ce qui permettra à $\frac{M}{R}$ de reprendre une valeur convenable.

Mais si cet accroissement des crédits devient impossible, les particuliers en dehors de toute prévision chercheront à ajuster leurs balances réelles aux nécessités de leurs paiements et $\frac{M}{R}$ aura tendance à augmenter.

Il y aura pratiquement en période calme dans les pays à monnaie saine une limite inférieure de $\frac{M}{R}$ qui tiendra aux habitudes du public ou au développement des procédés de compensation. Le relèvement de $\frac{M}{R}$ sera alors fonction non pas de prévisions sur M mais du besoin de numéraire.

De même l'accroissement indéfini de $\frac{M}{R}$ aura pour limite l'importance croissante que nous attachons à une perte d'intérêt si nous conservons improductives par ailleurs nous des sommes trop considérables par rapport aux règlements que nous avons à faire.

Mais puisque les causes des fluctuations de $\frac{M}{R}$ tenant à M sont exceptionnelles, nous serons amenés aussi à rechercher celles qui tiennent aux variations de R . Un nouveau problème se pose, celui des mouvements de R indépendants de toute estimation de M .

Comment nos revenus en monnaie peuvent-ils directement se modifier indépendamment de la quantité de M et comment peut-on concevoir des changements de l'encaisse désirée séparés de notre appréciation du numéraire.

Jusqu'ici, nous avons considéré la fonction monétaire en elle-même, et nous n'avons vu dans la vitesse de circulation que l'expression de son utilisation.

N'apercevoir que M dans $\frac{M}{R}$ nous conduirait à une analyse incomplète car comme le dit M. Nogaro : « *Sauf dans les achats d'une monnaie au moyen d'une autre monnaie (change) l'instrument des échanges n'est pas demandé ; il ne s'établit que des rapports d'échange entre les marchandises et la monnaie desquels résultent des rapports entre les marchandises* ».

Il importe donc d'étudier l'influence éventuelle des prix et des revenus sur la vitesse de circulation, abstraction faite de la quantité de monnaie, et de déterminer dans quelle mesure R pourra faire varier $\frac{M}{R}$, car ce n'est que lorsque nous connaîtrons toutes les causes ayant une influence sur l'encaisse désirée que nous aurons une connaissance exacte de la nature des phénomènes monétaires et que nous pourrions déterminer dans quelle mesure il convient d'accepter ou de rejeter les conclusions auxquelles étaient parvenus les partisans de la théorie quantitative.

DEUXIÈME PARTIE

La vitesse de circulation en fonction des revenus et des prix

CHAPITRE I

LA MONNAIE MESURE DES VALEURS ET LA FORMATION DES PRIX

Nous avons déjà exposé que la fonction essentielle de la monnaie est d'être un intermédiaire nécessaire dans les échanges. Grâce à elle, nous sommes assurés de pouvoir nous procurer immédiatement n'importe quel produit par une seule transaction, tandis qu'avec tout autre bien nous n'aurions pas la certitude qu'il puisse convenir au détenteur de l'objet que nous voudrions acquérir.

Elle n'est pas désirée pour être consommée ou pour être utilisée directement comme un vêtement, un meuble, une parure. On la reçoit en échange d'une chose utile ou d'un service. Il est nécessaire que pour remplir cet office elle acquière une valeur qui lui soit propre égale à celle de la valeur cédée par le vendeur qui ne

consent à donner son bien qu'en échange d'un autre qu'il estime équivalent. Mais tandis que les produits sont appelés à être consommés ou tout au moins à s'user, le numéraire reste pratiquement intact toujours semblable à lui-même.

Il jouit de cette propriété remarquable d'être chose consommable par le premier usage si on le considère du point de vue de son détenteur qui l'aliène définitivement dès qu'il effectue une transaction. Au point de vue général au contraire, la monnaie circule sans s'altérer d'une manière sensible en remplissant sa fonction de circulation.

L'usage qu'on en fait, les services qu'elle rend, s'ils la différencient de l'ensemble des autres richesses, ne l'empêche pas d'acquérir une valeur d'échange autonome, un pouvoir d'achat indépendant. Si nous effectuons un voyage en chemin de fer pour nous rendre de Paris à Marseille, il n'y a pas objectivement création de richesses, mais un grand nombre de personnes seront disposées à échanger une partie de leurs services productifs afin de se procurer un billet toutes les fois que pour une raison ou pour une autre elles auront le besoin ou le désir d'accomplir ce trajet. De même chaque fois que nous voudrions échanger un bien contre un autre nous chercherons à nous procurer une somme d'argent qui nous permettra pratiquement de le faire. N'est-ce pas là, pour un civilisé la satisfaction d'un besoin essentiel ?

La valeur d'échange ainsi acquise par la monnaie, son pouvoir d'achat est ainsi théoriquement exactement le

même que celui d'une chose quelconque qui pourrait se négocier contre une quantité d'argent équivalente. C'est donc avec la valeur des produits transformés momentanément en espèces que chacun achète, que tout le monde achète les choses nécessaires à l'existence (1).

Par l'universalité de ses usages, par l'importance qu'on attache à sa possession, la monnaie tend à devenir l'objet des obligations et un grand nombre de contrats s'exécutent au moyen d'une prestation en numéraire. A ce sujet une question se pose : L'expression valeur de la monnaie doit-elle s'entendre de la valeur nominale, de la valeur métallique ou de la valeur courante de la somme exprimée dans un acte juridique (2) ?

On peut en distinguer trois notions de la valeur de la monnaie : Valeur nominale, valeur métallique, valeur courante.

La valeur nominale est celle qu'on doit attribuer à chaque unité monétaire d'après la volonté de son auteur. L'autorité publique s'est toujours arrogé le droit d'octroyer à la monnaie une valeur fictive et de donner le pouvoir libératoire à des unités conventionnelles, mais il n'a jamais réussi à l'imposer dans les échanges au

(1) Jean-Baptiste Say, *Economie Politique*, livre I, page 150. L'auteur dans sa théorie des débouchés soutient que l'on achète toujours des produits avec des produits. Ne peut-on pas sans admettre toutes les conséquences de son raisonnement, considérer comme une vérité évidente cette conception de l'utilité de la monnaie.

(2) Savigny, *Le droit des obligations*, Paris 1863, tome II, pages 47 et suivantes.

comptant, les transactions entre particuliers se réglant de gré à gré.

La valeur métallique est celle qu'il faut assigner à chaque unité monétaire en raison du poids d'argent qu'elle renferme ou représente.

C'est celle que nous désignons aujourd'hui sous le nom de valeur or. Elle est généralement plus stable que la précédente. Elle paraît fixe parce qu'elle représente un nombre fixe de grammes de métal. En réalité, elle ne l'est pas parce qu'elle peut représenter dans le temps une quantité variable de marchandises et de services.

La valeur courante est celle qu'a effectivement, à un moment donné, une certaine espèce de monnaie. Plus simplement, on peut dire que c'est son pouvoir d'achat. Parlant du dollar, Irving Fisher écrit : « *le dollar, c'est ce que le dollar achète* ». Il n'y a aucun lien nécessaire entre une unité de poids et une unité de valeur. Dans notre étude nous ne nous intéresserons qu'à la valeur courante dont les seules variations déterminent le niveau des prix.

Très vite, en raison de la faculté qu'elle conférait de se procurer n'importe quel objet, la monnaie est devenue le symbole d'une certaine conception artificielle de la richesse et s'est vue considérée comme la commune mesure de toutes les valeurs. On a pu d'une façon abstraite l'utiliser pour convertir les produits les plus divers en pures quantités, bien qu'elle n'ait cessé de prendre place à côté des autres valeurs échangeables produisant les mêmes droits et effets que celles-ci.

Certes, comparer des choses de valeur différentes à

des fractions d'une autre ce n'est qu'évaluer les rapports de leurs valeurs, et la même propriété se rencontrerait dans toute marchandise divisible qui ne serait pas la monnaie, mais le fait seul qu'on l'emploie généralement pour cette appréciation, suffit à lui donner une caractère tout-à-fait particulier. Tout devient monnaie parmi les biens qui nous entourent. Cette maison vaudra vingt mille francs, cette autre deux cent mille, tandis que ce meuble ne sera estimé que cinq cents. Une multitude de services productifs se balanceront entre eux et on évaluera même la valeur en argent du talent d'un artiste, d'une vie humaine, d'un préjudice moral ; on supputera celles de biens futurs, on calculera le prix de choses qui ne sont pas dans la circulation et qui n'y seront peut-être jamais et tout ce qui peut être fabriqué, déterminé ou même imaginé sera susceptible d'être classé dans l'échelle des prix.

De tant d'objets divers, il en est qui demeureront peut-être des siècles sans changer de propriétaires, d'autres sont imprescriptibles, d'autres inaliénables, peu importe. On leur attribuera au moins une valeur estimative et ils ne manqueront pas de figurer dans quelque inventaire des fortunes avec en regard l'indication d'une somme d'argent.

Parmi tant de richesses variées, comment déterminer la quantité de monnaie effective suffisante qui circulant de proche en proche soit capable de les métamorphoser toutes au moins un instant en espèces à un certain prix afin de leur permettre de changer de main. Comment se faire une idée de la relation nécessaire ou même de

la relation possible entre la masse du pouvoir d'achat actif sous forme de numéraire et la masse latente estimée en monnaie de tous les biens existants.

Nous avons déjà indiqué en analysant l'équation de l'échange que les choses qui ne donnaient lieu à aucune transaction devaient être considérées du point de vue purement monétaire comme n'existant pas. Une marchandise qui ne s'échange pas, qui n'est jamais vendue, ne compte pas de même que ne jouent aucun rôle effectif les billets qui ne circulent pas et sont thésaurisés. Mais alors comment déterminer les rapports d'interdépendance entre le total des estimations de biens si différents et le pouvoir d'achat de l'ensemble des instruments de paiement.

Il nous faudra employer la même méthode que pour la vitesse des paiements. Là aussi il adviendra que tel billet servira à dix échanges dans le même temps qu'un autre n'effectuera qu'une seule transaction. Les opérations par chèques et par virements seront infiniment plus rapides que celles où l'on aura recours à des déplacements matériels de numéraire. Cependant, nous avons admis l'existence d'une vitesse moyenne de circulation de la monnaie et nous n'avons tenu compte que de celle-là. Bien plus, pour simplifier au risque de manquer d'exactitude, nous nous sommes contentés de considérer, ce qui est difficilement déterminable, le nombre de cycles parcourus par la monnaie depuis le consommateur jusqu'au possesseur de forces productives en passant par l'entrepreneur.

Dans le même temps que la monnaie passe de l'ache-

teur au vendeur, la marchandise passe du vendeur à l'acheteur. Comme il y a des biens qui circulent très lentement, et d'autres très vite, nous nous en tenons également à la vitesse de circulation moyenne.

Pour simplifier encore, en n'envisageant que le nombre de cycles parcourus par les marchandises depuis le producteur jusqu'au consommateur, nous arrivons à la notion du revenu difficile, elle aussi, à déterminer d'une manière précise, mais qui a le mérite d'être pratique.

Le revenu réel ce sera le total de la production dans l'unité de temps, soit Q .

Le revenu nominal en argent représentera le prix moyen des articles qui figurent dans la production globale. On aura ainsi $R = PQ$ (1).

Ainsi la formule schématique de l'encaisse désirée sera $\frac{M}{R}$ au lieu de $\frac{M}{MV}$ et celle de la vitesse de circulation $\frac{R}{M}$ au lieu de $\frac{MV}{M}$.

Il ne faut cependant pas se dissimuler que si la notion du revenu est très claire pour l'esprit, il est extrêmement délicat de l'évaluer d'une façon satisfaisante. Les statistiques elles-mêmes donneront des indications erronées et elles auront souvent tendance à enregistrer plusieurs fois la même valeur sous des rubriques différentes. Le calcul sera surtout compliqué lorsqu'il s'agira de différencier le capital du revenu et l'on n'arrivera en fait qu'à des résultats approchés.

Le capital se compose, en principe, de l'accumulation

(2) Aftalion, *Monnaies, prix et changes*, page 152.

des valeurs soustraites à la consommation improductive ; on peut le concevoir à un moment donné comme l'ensemble des estimations se rapportant aux biens existants. Quand on aura retranché des fortunes la dette publique et ajouté la valeur des propriétés de l'Etat, on ne s'en fera pas encore une idée bien nette, car bien des éléments chevauchent les uns sur les autres.

Le revenu est à proprement parler la valeur des services productifs destinés à être consommés dans l'unité de temps, mais comme ils ne sont pas pareillement périssables, on devra se contenter d'une moyenne, car il est impossible de tenir compte en détail de la vitesse inégale de tous les courants qui vont de la production à la consommation. Le problème est le même pour l'estimation de ces revenus en argent et comme l'écrit M. Truchy : « Sous les apparences de la monnaie, ce sont les biens qui sont répartis entre les hommes. La masse des biens matériels à répartir n'est pas quelque chose d'immobile et qui serait donné une fois pour toutes ; ce n'est pas un fonds à partager, mais un flot continu que la production alimente et qui va se perdre dans la consommation » (1).

Quels sont d'ailleurs exactement les revenus qui doivent entrer en ligne de compte ? N'y en a-t-il pas qui ne sont faits que de prélèvements sur d'autres revenus. Un chef de famille par exemple, fait à un de ses enfants qui ne vit pas avec lui, une rente de 15.000 francs par an, alors que lui-même en touche cent mille. Si nous additionnons les deux chiffres, nous obtiendrons un total de

(1) Truchy, *Economie Politique*, tome II, p. 127, op. citée.

cent quinze mille francs, alors que de toute évidence, l'émolument du fils n'est qu'une fraction du revenu de son père. Il convient de raisonner de la même manière dans le cas d'un secrétaire, d'un domestique et en général de tout salarié dont le traitement n'est pas décompté parmi les frais généraux d'une entreprise (1).

Dans toutes ces hypothèses, il y a lieu d'appliquer la règle : « *bona non dicuntur nisi deducto ære alieno* », mais que de difficultés dans la pratique.

Comment maintenant faire la distinction entre revenu et capital et sur quels indices. Tel bien est un capital pour l'un qui est un revenu pour un autre. Que penser notamment des bénéfices dus à la hausse en bourse des valeurs mobilières ? Celui qui les gagne les considère tantôt comme une augmentation de son capital, tantôt comme des sommes qu'il est libre de consommer sans que son patrimoine en soit diminué. Il faut renoncer pour les individus à une définition objective du capital et du revenu, car chacun selon son tempérament, consacre à la consommation une partie variable de ses ressources.

Pour la collectivité, l'estimation de la valeur en capital en fonction des revenus est également arbitraire. Elle paraît avoir comme base le taux moyen de l'intérêt. Là encore, il s'agit d'un critère purement subjectif, car le problème de l'intérêt pose surtout une question de répar-

(1) Le revenu d'une famille ou d'un particulier dans une foule de cas se compose de morceaux détachés des revenus d'autrui. De Fouille, *France Economique*, 1889.

tition des richesses. Ce qui est important, c'est le volume de la production, et malgré le caractère conventionnel qui s'attache à cette conception, nous considérerons comme déterminable le montant du revenu annuel national ou international afin de pouvoir comparer ses variations à celles de la quantité de monnaie.

Nous avons déjà étudié certaines influences susceptibles de provoquer des modifications du rapport $\frac{M}{R}$ et montré comment en dehors de tout changement dans la quantité de moyens de paiement une diminution ou une augmentation de la demande d'encaisse déterminait nécessairement des fluctuations du pouvoir d'achat de la masse monétaire. Il faut écarter définitivement l'idée erronée de la vitesse de circulation, chaînon intermédiaire entre la demande de monnaie et les prix. Elle ne représente que le rapport entre les revenus considérés pendant une période donnée et la quantité de monnaie, mais ce n'est pas un élément monétaire. Lorsqu'on dit par exemple que la défiance devant la monnaie quand elle se produit, accélère la vitesse de la circulation, on affirme simplement que les particuliers ont une tendance croissante à ne conserver en caisse ou en banque qu'une fraction aussi minime que possible de leurs revenus ; ils seront disposés en même temps à donner davantage pour les marchandises et s'efforceront, malgré la hausse des prix, à ne conserver par devers eux que le minimum indispensable. La défiance à l'égard de la monnaie, ce n'est autre chose que la diminution de l'encaisse désirée. La vitesse de circulation n'étant elle-même que l'inverse

de cette encaisse désirée augmentera en même temps. Il n'y a pas de phénomènes successifs, mais deux aspects du même phénomène.

La fuite devant la monnaie se traduit par une diminution de $\frac{M}{R}$

Une diminution de $\frac{M}{R}$ c'est obligatoirement une augmentation de $\frac{R}{M}$

Dont la fuite devant la monnaie se traduit automatiquement par une accélération de $\frac{M}{R}$, c'est-à-dire de la vitesse de circulation.

Il n'y a pas, il ne peut pas y avoir d'action causale de V, ni d'ordre de succession entre les phénomènes. Ainsi l'on n'a plus à s'étonner que la défiance à l'égard de la devise nationale puisse déterminer directement sa dépréciation et la hausse des prix et qu'en quelques heures parfois le pouvoir d'achat du mark ait varié du simple au double. La vitesse de circulation n'avait ni à précéder ni à suivre ces mouvements ; elle en demeurait le fidèle reflet et son accélération désordonnée était un indice certain de l'abandon presque complet de la monnaie intérieure dans les échanges de ce pays.

Dans tous ces cas, il s'agissait d'éléments psychologiques influençant M qui déterminaient les variations de $\frac{M}{R}$ sous l'impulsion de mobiles exceptionnels.

Mais ne peut-on pas penser que des changements de R soient également capables de provoquer certaines fluctuations des balances réelles, dont de $\frac{M}{R}$. Nous avons déjà montré la remarquable passivité de la demande de

monnaie et nous avons constaté qu'une légère augmentation dans la quantité des moyens de paiement pouvait entraîner une variation de $\frac{M}{R}$ les particuliers n'attachant pas une très grande importance au fait de posséder par devers eux un pouvoir d'achat plus ou moins grand et s'accomodant aisément de modifications modérées de leurs encaisses.

N'en serait-il pas de même lorsque le montant des revenus varie pour une cause quelconque. Dans le cas d'une réduction ou d'un accroissement des bénéfices périodiques de son entreprise, un négociant éprouverait-il le besoin immédiat d'adapter sa trésorerie à son revenu et de la maintenir dans une proportion constante avec ses gains. N'y a-t-il pas en pratique une séparation presque complète entre ce qu'on appelle les liquidités et les autres parties de l'actif.

Certes, il est prudent, surtout pour une société commerciale, de présenter un bilan où figurent des sommes importantes en caisse ou en banque.

Mais ce ne sera qu'un élément bien faible d'appréciation.

On attachera un plus grand prix aux divers postes où figurent des valeurs dites réalisables. Titres cotés en Bourse, marchandises de vente facile, effets de commerce escomptables, etc...

Enfin, on considèrera, mais avec plus de circonspection, le chiffre des immobilisations qui représentent des capitaux fixes qui ne sont généralement pas susceptibles de recevoir une autre affectation.

On voit que si les espèces figurent parmi les éléments de l'actif social, elles n'en sont qu'une modeste fraction.

Partout autour de nous, il en est ainsi, la monnaie prend sa place parmi l'ensemble des richesses, mais ne jouit d'aucun privilège quand il est uniquement question d'en faire l'inventaire et de les évaluer. Nous comparons, grâce à elle, une foule de biens les uns par rapport aux autres, mais c'est leur utilité propre qui nous les fait désirer et qui établit entre eux une échelle de valeurs (1).

Ainsi, puisque le total de toutes les encaisses n'apparaît que comme une fraction de notre fortune, comme une fraction de nos revenus, comment établir une relation entre M. et R.

Y a-t-il un niveau de M. normal qui doit correspondre à un niveau normal de R. Y a-t-il un lien nécessaire entre le total des sommes dépensées au cours d'une année pour les usages les plus divers et le solde moyen que nous conservons en caisse ou en banque ? Si cela n'est pas vrai pour un individu, est-ce plus exact pour l'ensemble des habitants d'un pays ?

Quelle relation peut-on concevoir entre l'utilité directe de la monnaie qui est de servir d'intermédiaire entre deux coéchangistes et l'utilité que nous procure un certain revenu annuel évalué en argent, c'est-à-dire la déter-

(1) « La valeur des choses s'établit de l'une par rapport à l'autre et non pas seulement par rapport à la monnaie d'argent ». Jean-Baptiste Say, *Ec. Polit.* op. cit, tome II, p. 8.

Ibid. p. 9, « C'est comme on le voit la valeur d'une multitude de produits balancés entre eux qui fonde la valeur courante des services productifs ».

mination en unités monétaires de ce dont nous pensons pouvoir disposer pour la satisfaction de nos besoins durant un laps de temps donné ?

En d'autres termes dans le rapport $\frac{M}{R}$, M étant la mesure de R peut-on concevoir qu'un changement arbitraire de l'ensemble des estimations nominales sur R soit possible sans modifications dans la quantité M .

S'il peut y avoir des fluctuations de l'ensemble des revenus indépendantes de M quelle en est la cause et par quel enchaînement de faits sont-elles possibles. Une telle action de R aurait ceci de particulièrement remarquable que ne s'agissant que de modifications nominales du revenu, celles-ci auraient cependant pour conséquence de provoquer indirectement une autre appréciation de M avec un nouvel équilibre des balances réelles et un changement du montant de l'encaisse désirée.

Il reste également à expliquer pourquoi les mouvements de certains prix ont souvent tendance de proche en proche à avoir une influence sur l'ensemble dans le même sens alors que d'après la théorie quantitative, il paraîtrait nécessaire que la valeur de certains produits ne puisse s'élever qu'au préjudice de tous les autres.

Il nous paraît indispensable, avant de poursuivre notre analyse sur cette importante question, de consacrer une étude particulière à la théorie du revenu et à la théorie psychologique par lesquelles M . Aftalion donne une explication rationnelle des discordances observées entre le niveau des prix et la quantité de monnaie. Grâce à ses travaux un grand pas a été fait dans la science et

bien des phénomènes jusqu'ici obscurs ont pu être expliqués d'une manière définitive.

Nous nous efforcerons cependant à la suite de cet exposé d'indiquer nos conclusions personnelles qui, sur certains points, diffèrent de celles de notre éminent professeur.

CHAPITRE II

LES THEORIES DU REVENU ET LA THEORIE GENERALE DE LA MONNAIE

La plupart des économistes jusque dans ces dernières années n'avaient pas hésité à admettre l'influence directe de la quantité de la monnaie sur les prix, mais cette théorie se révéla contraire à l'observation des faits, en particulier de ceux consécutifs à la découverte des gisements aurifères d'Australie et de Californie à partir de 1848.

Richard Cantillon avait déjà remarqué que *P* a tendance à s'élever par l'intermédiaire des revenus et que la valeur nominale des produits se nivelle de proche en proche sous l'action des offres et des demandes. Il a eu le mérite de faire intervenir à côté de la masse d'argent effectif la vitesse de circulation et son analyse en est extrêmement poussée (1).

(1) Voici deux passages qui ont trait à l'influence de la production métallique sur les prix, mais nous ne sommes pas convaincus de l'exactitude du mécanisme indiqué par Cantillon, ainsi que nous l'expliquerons plus loin quand nous discuterons la théorie de M. Aftalion. 1^o Considérations sur le commerce, page 211, op. citée : « Si l'on découvre des mines d'or ou d'argent dans un Etat et si on en

Beaucoup plus tard, Newmarch et Levasseur envisagèrent les mêmes faits, mais leurs conclusions ne sont que de simples amendements à l'hypothèse quantitative.

C'est à MM. Von Wieser et Aftalion que nous devons la première conception systématique d'une théorie monétaire ayant pour fondement les revenus, qui écarte le postulat d'un lien nécessaire entre leur volume et la quantité de numéraire en circulation. En réalité, les principaux développements et la vérification statistique des faits qui en découlent sont l'œuvre personnelle de M. Aftalion. Celui-ci a d'ailleurs modifié et élargi le

tire des quantités considérables de matière, les propriétaires de ces mines, les entrepreneurs et tous ceux qui y travaillent ne manqueront pas d'augmenter leurs dépenses à proportion des richesses et des profits qu'ils feront. Ils prêteront aussi à l'intérêt les sommes d'argent qu'ils ont au delà de ce qu'il faut pour leurs dépenses. Tout cet argent tant prêté que dépensé entrera dans la circulation et ne manquera pas de rehausser les prix des denrées et des marchandises dans tous les canaux de la circulation où il entrera ».

2° Page 215 : « Si l'augmentation de l'argent vient des mines d'or ou d'argent qui se trouvent dans un Etat, le propriétaire de ces mines, les entrepreneurs, les affineurs et généralement tous ceux qui y travaillent ne manqueront pas d'augmenter leurs dépenses à proportion de leurs gains. Ils consommeront dans leurs ménages plus de viande et plus de vin ou de bière qu'ils n'en faisaient ; ils s'accoutumeront à porter de meilleurs habits, du plus beau linge, à avoir des maisons plus ornées.. »

Les altercations du marché ou la demande pour la viande, le vin ou la laine étant plus fortes qu'à l'ordinaire ne manquera pas d'en hausser le prix. Ces hauts prix détermineront les fermiers à employer davantage de terre pour une autre année. Les mêmes fermiers profiteront de cette augmentation de prix et augmenteront davantage la dépense de leur famille comme les autres ».

cadre tracé par von Wieser pour étudier sous le nom de théorie psychologique l'ensemble des causes dont l'influence est susceptible de modifier le pouvoir d'achat de l'instrument monétaire.

Nous nous proposons de diviser le présent chapitre en trois parties et nous consacrerons une première section à l'exposé de la théorie du revenu et de la théorie psychologique.

Dans une deuxième section, nous en ferons l'examen critique pour essayer dans la troisième d'esquisser les principaux traits d'une théorie réaliste de la monnaie.

SECTION PREMIÈRE

ANALYSE DE LA THEORIE DU REVENU ET DE LA THEORIE PSYCHOLOGIQUE

M. Aftalion, selon sa méthode habituelle part de l'observation des faits et s'attache d'abord à révéler certaines discordances entre les mouvements de la circulation et les prix qui se concilient mal avec les différentes formes de la théorie quantitative.

Son système se rattache à l'équation $R = PQ$, qui constate l'égalité entre le revenu en argent d'un pays pendant une année donnée avec la production de la même année multipliée par le prix moyen des produits. En voici les principaux points (1).

Les variations de R sont fonction de la production et

(1) Consulter Aftalion, *Monnaies, prix et changes*, ainsi que le cours professé à la Faculté de Droit de Paris en 1928-1929.

des prix. Mais il peut arriver que P varie alors que Q reste stationnaire.

Cette éventualité peut se produire dans un certain nombre de cas d'où résultent des différences importantes avec la théorie quantitative.

A) Action du change sur les prix et les revenus.

Il est incontestable que le change agit automatiquement sur les cours des produits d'importation et dans une moindre mesure sur ceux des produits d'exportation. Comme conséquence, augmentent en premier les revenus des importateurs pour les marchandises payées avant la hausse et qu'ils ont encore en magasin.

En second lieu augmentent les ressources en monnaie nationale des porteurs de valeurs mobilières étrangères et de tous ceux qui ont des avoirs à l'extérieur. Ensuite viennent les achats des étrangers qui vivent dans le pays s'ils ont des revenus en monnaie appréciée. De proche en proche, les exportateurs, les détenteurs de marchandises indigènes et une grande partie de la population voient s'accroître le montant nominal de leurs revenus. Or si R s'élève, les prix s'élèvent bien que la circulation soit demeurée stationnaire. Ce ne sont pas les variations de la quantité de monnaie mais celles de R qui sont l'élément décisif des changements dans le niveau de P .

B) La circulation n'agit directement sur les prix que lorsqu'elle a une influence sur les revenus.

Ne peuvent être considérés comme facteurs déterminant des variations de la valeur de la monnaie que ceux

qui modifient le revenu nominal sans changement parallèle de la production. Les émissions de papier monnaie ne provoquent la hausse des prix que lorsque cette inflation entraîne une augmentation du revenu, celui que l'état distribue n'étant plus demandé à l'impôt.

Dans le cas de production d'or, le phénomène est le même. Lorsqu'elle s'accroît, il y a un certain nombre d'individus qui voient leurs ressources croître. Le revenu or augmente alors que la quantité de marchandise reste stationnaire et les prix s'élèvent. Cette augmentation du revenu entraîne de proche en proche la hausse dans les pays non producteurs (1).

On peut généraliser en ce qui concerne les changements des prix extérieurs dus aux récoltes ou à une prospérité cyclique. L'application de la théorie peut être également faite dans les cas de modifications du revenu ayant pour cause les rapports avec l'étranger même sans variations préalables des prix. Il suffira que des capitaux placés à l'extérieur deviennent plus rémunérateurs ou même que des opérations de bourse avantageuses effectuées au dehors procurent des bénéfices supplémentaires. On peut faire le même raisonnement au sujet des hausses de valeurs mobilières dues à des achats de la part des étrangers si leurs détenteurs ne sont pas disposés à con-

(1) M. Aftalion fait une réserve à son cours sur le point de départ du mouvement. Il remarque qu'à l'origine la hausse sous l'influence des prix étrangers est directe. L'utilité finale de la marchandise paraît plus grande parce qu'elle est plus grande à l'étranger. Ce n'est qu'ensuite que la hausse du revenu déterminerait une montée générale des prix.

sidérer uniquement ces plus-values comme des accroissements de leur capital.

Mais on ne devrait pas considérer comme un élément actif l'inflation des crédits parce qu'il ne s'agit que d'un prêt à la production dont l'augmentation ne peut entraîner celle des revenus qu'après un certain délai et seulement pendant la période de formation des biens indirects permettant cet accroissements puisque, plus tard, lorsque de nouveaux produits seraient lancés sur le marché, l'offre arriverait à neutraliser la demande et P n'aurait plus de raisons d'augmenter.

C) Absence de proportionnalité entre les mouvements de la circulation, des revenus et des prix

Il n'y aurait pas d'égalité entre le revenu d'un pays et le montant de la circulation; il n'y aurait même pas de proportionnalité nécessaire entre les variations du revenu dues aux changes ou à l'inflation et les variations de prix.

En effet, l'augmentation de R agit à travers les désirs des individus et on ne peut prévoir dans quelle mesure les bénéficiaires de cette progression tendront à accepter de payer davantage les marchandises. Enfin des réactions secondaires seraient susceptibles de modifier et d'amplifier le rythme du mouvement initial. Ainsi par son indétermination même la théorie du revenu semblerait mieux ajustée à la diversité des faits.

D) Possibilité d'une action des prix sur la vitesse de circulation et sur son montant.

Le rôle actif, le rôle causal n'appartiendrait plus uniquement à la circulation mais aussi aux prix qui, dans

cette théorie peuvent monter, tantôt plus, tantôt moins que la circulation sans que cependant il y ait rupture de l'égalité entre la partie monétaire de l'équation de l'échange MV et l'autre partie PT . M. Aftalion cite de nombreux cas où les prix montent plus vite que la circulation sous l'impulsion d'une inflation ou d'une hausse des changes où P grandit plus rapidement que M . Parfois même la hausse de P amène un changement dans la circulation comme le cas s'est produit en France entre 1922 et 1924, et comme on peut le constater dans les périodes de variations cycliques de longue durée.

Voici les principaux faits présentés à l'appui de la théorie du revenu qui avait déjà été sommairement exposée par le professeur Von Wieser qui fut un des représentants les plus marquants de l'école psychologique autrichienne (1).

Il faudrait y voir l'application à la monnaie de la théorie générale de la valeur de la théorie de l'utilité finale.

La valeur de tout objet quelconque dépend de son utilité finale, c'est-à-dire de l'importance que chacun de nous attache à la dernière unité à sa disposition.

Dans le cas de la monnaie, on pourrait constater deux particularités.

(1) Verhandlungen des Vereins für Socialpolitik Vienne 1909, p. 497 et suivantes. On trouvera également un commentaire de la théorie de Von Wieser dans le livre d'Anderson déjà cité *The value of money*.

1° ABSENCE D'UTILITÉ DIRECTE.

Toute marchandise sert à la satisfaction d'un besoin, mais l'unité monétaire métal ou papier n'a pas la capacité de satisfaire par elle-même aucun désir de l'homme. Son utilité se restreint donc à son pouvoir d'achat, à sa valeur d'échange qui permet de se procurer d'autres objets par son intermédiaire. Elle se confond donc avec l'utilité des marchandises de valeur équivalente. La monnaie est appréciée par chacun de nous selon l'importance du besoin qui permet de satisfaire la dernière unité qui est à sa disposition.

2° DÉTERMINATION DE LA DERNIÈRE UNITÉ MONÉTAIRE.

Puisque la monnaie n'a pas d'utilité directe, la dernière unité monétaire ne peut être celle que nous avons accidentellement en caisse ou en banque. Un jour on a beaucoup d'argent liquide à sa disposition, le lendemain on en a peu selon les hasards des échéances.

Les individus ne se sentent pas plus ou moins riches d'après ce qu'ils possèdent en caisse, mais suivant la quantité d'argent qu'ils ont réellement à leur disposition et qu'ils estiment pouvoir dépenser dans un laps de temps donné. Ainsi la dernière unité monétaire devient la dernière unité de revenu, à laquelle on attache plus ou moins d'importance suivant sa situation de fortune. L'intensité des besoins étant décroissante, celui satisfait par la dernière unité est d'autant plus faible que le revenu est plus élevé. Par là se trouve rompu le lien qui semblait relier la quantité de monnaie à l'ensemble des prix.

Seul le revenu compte pour l'individu et c'est sur lui seul qu'il convient de se baser pour la construction d'une théorie monétaire rationnelle.

Pour la collectivité, la valeur sociale de la monnaie doit donc résulter des appréciations individuelles ainsi déterminées. La valeur de M s'établira d'après la confrontation des diverses courbes particulières avec la quantité de marchandises dont le montant peut être considéré comme le revenu réel d'un pays. On pourra donc dire que les prix dépendent des mouvements respectifs du revenu nominal et du revenu réel. Si le premier s'élève alors que le second reste stationnaire, les prix devront monter.

Mais alors puisque la quantité de M ne joue plus aucun rôle, de quoi va dépendre le niveau absolu des prix. Pour MM. Aftalion et Von Wieser, il est la conséquence de toutes les variations successives au cours des siècles, dans la valeur de la monnaie. Au début, elle n'aurait été fondée que sur l'utilité du métal et n'était pas un pouvoir d'achat. On estimait ce métal pour lui-même parce qu'il répondait à certains besoins. Mais peu à peu la valeur de la monnaie s'est dissociée de celle de la matière dont elle était faite et on l'a considérée d'une manière indépendante. Il y avait déjà certains prix pratiqués sur le marché, qui ont servi de point de départ à ceux qui suivirent. Mais depuis, des événements historiques sont survenus, des changements se sont accompli qui ont conduit progressivement au niveau des prix tels qu'ils sont fixés aujourd'hui.

On pourrait un instant supposer que la théorie tourne

en cercle puisque la valeur de la monnaie dépend du pouvoir d'achat de la dernière unité monétaire du revenu, et que le pouvoir d'achat de celle-ci dépend à son tour du niveau des prix.

Mais en réalité, le cercle n'existe pas, car on apprécie l'unité monétaire d'après le pouvoir d'achat qu'elle possède à un moment donné.

C'est celui d'hier, celui de la minute précédente qui sert de fondement à la valeur de celle-ci. S'il vient à se produire des changements dans les revenus ou dans les estimations individuelles, le pouvoir de l'achat de l'instant qui suit se trouvera modifié à nouveau. Les prix d'aujourd'hui dépendent de ceux d'hier et ceux de demain de ceux d'aujourd'hui.

La valeur existante de la monnaie et les changements du revenu s'associent toujours. C'est par suite des fluctuations au cours des temps du revenu nominal et du revenu réel que la valeur de M s'est trouvée continuellement modifiée et que se sont établis les divers niveaux des prix.

Ainsi la notion de numéraire devenue purement subjective s'affranchit des règles étroites où l'enfermait l'interprétation quantitative, et l'on arrive à comprendre comment à travers les revenus, le pouvoir d'achat de l'instrument des paiements évolue d'une manière autonome, dégagé de tous les liens avec le nombre d'unités monétaires en circulation.

Mais, comme le fait remarquer M. Aftalion, la théorie du revenu ne semble plus satisfaisante si l'on s'en rapporte à certaines expériences récentes, à celles qu'on a

pu observer dans les pays de l'Europe Centrale où le papier monnaie vint à subir l'énorme dépréciation que l'on sait. Dans ces états, lorsque sous l'influence du change, les variations de prix sont devenues extrêmement rapides, on ne peut plus prétendre que le revenu ait agi, car c'est parfois plusieurs fois par jour que les commerçants, après avoir consulté le cours des devises étrangères modifiaient à leur devanture les étiquettes des marchandises mises en vente. Il semble donc nécessaire d'adopter certaines corrections à la théorie du revenu.

C'est vers la doctrine moderne de la valeur qu'il faut se tourner pour chercher une explication qui permette de tenir un compte plus exact de la diversité des faits. On trouve en effet dans le fondement de la valeur de la monnaie comme dans celui de la valeur des marchandises, des éléments quantitatifs et des éléments qualitatifs.

Pour le marchandise, le facteur quantitatif, c'est la rareté, le facteur qualitatif, l'utilité. Pour la monnaie, d'après la théorie du revenu, l'élément quantitatif, c'est ce même revenu. Quant à l'élément qualitatif, comme M n'a pas d'utilité directe, c'est l'utilité indirecte, celle de la marchandise que la dernière unité de R permet d'acquérir par l'échange.

Une analyse psychologique un peu plus poussée doit permettre de dissocier un peu l'estimation de M de celle de la marchandise qu'il est possible de se procurer par elle. Il faudrait également faire une place aux facteurs qualitatifs tenant à la monnaie,

Souvent, au début d'un mouvement de hausse, les individus dont les ressources n'ont pas varié, n'acceptent pas de modifier instantanément leur appréciation de l'unité monétaire. Elle demeure supérieure à leurs yeux à celle de la marchandise aux prix nouveaux. Ils prennent alors le parti de réduire ou d'ajourner leurs achats.

On peut classer les divers éléments qualitatifs tenant à l'appréciation de M en trois groupes principaux :

1° DIVERSITÉ DES EXIGENCES DES INDIVIDUS DANS L'ÉCHANGE.

Selon leur caractère l'âpreté ou l'insouciance qu'ils apportent dans la conduite de leurs affaires, les particuliers s'efforcent d'obtenir en échange de la monnaie plus ou moins de marchandises.

2° PENCHANT A L'ÉPARGNE.

L'homme économe s'arrêtera à un moment dans la dépense de son revenu dont il préférera épargner une partie. Il viendra sur le marché avec une courbe de demande de marchandises (ou d'offre de monnaie) plus basse, préférant à la satisfaction de la dépense présente, celle qu'il attend pour l'avenir des unités épargnées augmentées de l'intérêt. Il se trouvera un point d'équilibre où la satisfaction de la dernière unité dépensée sera égale à celle de la dernière unité épargnée.

3° LES PRÉVISIONS.

Elles déterminent d'abord des différences les individus selon qu'ils prévoient ou non la hausse ou la baisse.

Mais en outre, lorsqu'elles sont collectives, on peut y voir un facteur très important à certaines époques des variations générales des prix et des changements d'appréciation touchant la valeur de M. Par exemple, lorsque la dépréciation due aux changes a entraîné la hausse, certains ne se sont pas rendu compte tout de suite de la relation entre ces deux mouvements. Au moment de la baisse du mark, un grand nombre de commerçants ne tinrent d'abord compte que de leur bénéfice nominal sans songer aux prix qu'il leur faudrait payer pour se réapprovisionner, et subirent du fait de cette illusion des pertes considérables. Peu à peu leurs habitudes se sont modifiées et instruits par des expériences onéreuses, ils ne tardèrent pas à comprendre la nécessité de tenir compte non seulement de la baisse présente, mais encore de la dépréciation future probable de la monnaie nationale.

Ainsi, l'élévation du niveau des prix finit par se faire directement par l'effet des prévisions sans l'intervention des revenus. Il est même arrivé en Allemagne et en Autriche qu'au terme de la période d'avilissement de l'unité intérieure, les prix parvenaient à monter plus haut que ne l'aurait impliqué le cours des changes. Les vendeurs alors poussant à l'extrême la politique de rem-

placement prenaient la précaution d'ajouter à leur prix de revient une prime d'assurance contre la hausse future des changes étrangers.

On ne peut expliquer des mouvements de cette nature qu'en montrant la présence d'éléments qualitatifs tenant à la monnaie à côté de ceux tenant à la marchandise. M. Aftalion estime en conséquence qu'il faut amender la théorie du revenu pour intégrer des facteurs comme celui de la prévision dans la théorie générale de la monnaie.

Cette correction peut se faire très simplement. Il suffira de dire que les appréciations individuelles de la monnaie dépendent non pas des satisfactions que DONNE par l'échange la dernière unité monétaire du revenu, mais de celles qu'on en ATTEND.

Ainsi par cette formule substituée à celle de Wieser, on arrive à comprendre dans une définition qu'on peut appeler théorie psychologique de la monnaie les éléments qualitatifs tenant à l'appréciation de sa valeur elle-même, et l'on s'explique qu'on ait pu assister à des hausses immédiates de prix dues aux variations de change sans variations générales du revenu.

Il sera possible avec ces éléments de faire l'application à la monnaie de la théorie générale de la valeur en remontant des effets aux causes dans une explication à trois degrés.

1° LA VALEUR DE LA MONNAIE SUR LE MARCHÉ.

On y observe tout d'abord des offres et des demandes de marchandises à un certain prix. Puisque le pouvoir

d'achat de la monnaie se détermine pour l'indice général des produits, sa valeur aura pour mesure l'ensemble des courbes d'offres et de demandes. Il ne s'agit pas de confronter la quantité de monnaie existant dans un moment donné avec la quantité de marchandises, mais avec les courbes d'offre et de demande. Si, a un moment donné, l'appréciation de M se modifie, il y aura modification des estimations entre acheteurs et vendeurs et le niveau général des prix changera.

2° LA VALEUR DE LA MONNAIE POUR L'INDIVIDU.

Elle dépendra des satisfactions que nous attendons de la dernière unité de notre revenu sans tenir compte des sommes qu'on se trouve accidentellement avoir en caisse ou en banque.

L'élément quantitatif sera le revenu en monnaie, le nombre d'unités dont on dispose dans un laps de temps donné.

L'élément qualitatif provient des satisfactions que nous estimons pouvoir nous procurer par l'unité monétaire.

Il y a là dans le fondement psychologique de la valeur de M autre chose que l'appréciation pure et simple de la marchandise, et l'on peut tenir compte des prévisions sur la valeur future de la monnaie.

Il suffira au troisième degré de l'explication de se demander de quoi dépendent les variations du revenu et celles des prévisions,

3° LES FACTEURS DE VARIATION DE LA VALEUR DE LA MONNAIE.

On peut classer les facteurs de variation du revenu en trois groupes :

A) *variations dans la production de l'or*

B) *variations dans les émissions de billets lorsqu'elles agissent sur le revenu*

C) *relations avec l'étranger, variations de récoltes,...*

Pour les prévisions le facteur le plus important est le change lorsque la monnaie est inconvertible.

Dans le cas de circulation d'or ou d'argent, leur rôle s'atténue et porte plutôt sur la valeur probable des marchandises mais le résultat pratique demeure le même.

Voilà quels sont les principaux traits de la théorie psychologique par laquelle M. Aftalion donne une explication méthodique de la diversité des expériences monétaires récentes. Pour lui, c'est à nos désirs, à nos passions, qu'il faudrait demander en dernière analyse une pleine intelligence des phénomènes économiques. Il n'existerait pas de loi permettant de préciser l'ordre de grandeur des variations respectives de la circulation et des prix, et il serait bien inutile de s'attacher à cette recherche puisqu'aucune équation ne permettra jamais de cristalliser nos états d'âmes dont les réactions resteront toujours indéterminées, tout au moins quant à leur intensité.

Nous avons cru nécessaire d'exposer un peu longuement cette théorie qui s'oppose d'une façon si complète à la conception quantitative, parce que pour la première

fois on se trouve en présence d'un essai d'explication des phénomènes monétaires en harmonie avec l'ensemble des faits, et que la notion de revenus apparaît au premier plan, s'interposant entre la masse monétaire effective et les prix.

Nous nous permettrons cependant de faire certaines réserves et de présenter quelques objections dans la section qui va suivre.

SECTION II

ETUDE CRITIQUE DES PRINCIPES GENERAUX DE LA THEORIE PSYCHOLOGIQUE

Si nous nous plaçons au point de vue statique, on peut dire que l'individu ne possède jamais son revenu puisque celui-ci n'est que l'évaluation des sommes qu'il pense pouvoir se procurer pour la satisfaction de ses besoins pendant une certaine période. Lorsque nous désirons faire l'inventaire de ce dont nous disposerons pour les mois à venir, nous sommes obligés de nous livrer à des prévisions sur nos rentrées futures. Le revenu d'un particulier comme le budget d'une nation n'est donc qu'un état estimatif de recettes dont quelques-unes peuvent être supputées avec une grande certitude alors que d'autres présentent un caractère plus aléatoire.

Nous avons comme première base d'appréciation les résultats de nos expériences écoulées, le souvenir d'une certaine régularité dans les versements qui nous ont été faits dans le passé et nous en déduisons des consé-

quences au sujet des prestations qui nous seront faites plus tard.

Le revenu effectif de l'année se composera pour chacun de nous de l'ensemble des sommes reçues au cours de cet exercice et destinées à la consommation ou à l'épargne.

C'est parce que les espèces ont passé de main en main qu'on peut concevoir le revenu indépendamment de la quantité de monnaie, mais l'idée même de revenu implique nécessairement l'existence d'une vitesse de circulation.

La théorie psychologique nous montre d'une façon très nette comment les prix peuvent monter de proche en proche à la suite de l'accroissement de certains revenus et par quel mécanisme l'élévation de quelques courbes de demande des marchandises arrive peu à peu à entraîner celle de toutes les autres.

La hausse de P se traduira par l'accélération de V et la quantité effective de numéraire pourra rester sans changement.

Lorsque R s'élève à la suite de la hausse des changes étrangers l'explication fournie est tout-à-fait rationnelle et rend compte des diverses incidences qui déterminent une diminution progressive du pouvoir d'achat de M , par l'action combinée des variations du revenu nominal et des prévisions.

L'influence de celles-ci n'est pas contestable non plus en matière de mouvements cycliques. Prévoyant la hausse, nous serons disposés à payer les produits de plus en plus cher ; escomptant la baisse, nous nous efforce-

rons d'ajourner nos achats et nous viendrons sur le marché avec une courbe de demande plus basse.

Dans ces différentes hypothèses, il n'y a pas de modification nécessaire préalable du volume des instruments de paiement en circulation.

La théorie psychologique assimile complètement les variations de prix dues aux facteurs que nous venons d'indiquer à celles qui ont pour cause la production d'or ou les émissions de papier monnaie.

C'est sous l'influence de l'augmentation des revenus des producteurs d'or que les prix monteraient à l'étranger et que la hausse se généraliserait suivant le mécanisme exposé à propos du change.

L'accroissement de la masse monétaire n'aurait donc pas une action particulière sur le niveau des prix et il serait nécessaire qu'elle agisse par l'intermédiaire de R pour avoir une action efficace.

Il semble cependant que les bénéfices des propriétaires de mines d'or soient peu de chose par rapport à l'ensemble des biens, et l'on peut s'étonner qu'une impulsion initiale si limitée ait suffi pour provoquer à la longue un changement aussi important dans le niveau général des prix mondiaux.

La théorie psychologique paraît excessive lorsqu'elle dénie à la production des mines une influence déterminante qui tient pour nous à la profonde perturbation qui sera apportée aux éléments du rapport $\frac{M}{R}$

En ce qui concerne l'action de l'or sur les prix, nous

préférons l'explication suivante qui se rapproche un peu de celle donnée par M. Marschall (1).

Dans le monde moderne, le métal arrive d'abord dans les banques qui tiennent grand compte de leur encaisse pour régler le volume des crédits qu'elles sont susceptibles d'accorder.

Lorsqu'à la suite d'une hausse des prix due à des causes non monétaires, les trésoreries privées commenceront à se sentir à l'étroit, les émissions supplémentaires de billets rendues possibles par l'augmentation du stock métallique, permettront la consolidation du niveau où P était parvenu, et rendront même probable une nouvelle ascension.

Il est vrai que dans cette interprétation, nous accordons à la masse monétaire une certaine influence qui lui est propre, ce que n'admet pas, du moins en principe, la théorie psychologique.

M. Aftalion pense également que les émissions de billets ne déterminent nécessairement une hausse des prix, que s'il y a augmentation du revenu des particuliers, dans le cas où elles auraient été faites en vue de suppléer aux insuffisances budgétaires (2).

Dans cette hypothèse, il y aura augmentation du revenu nominal sans modifications du revenu réel, et les prix s'élèveront.

(1) Keynes et Cassel ont adopté l'opinion du professeur Marschall qui voit dans les variations du taux de l'escompte un facteur dominant. Nous sommes beaucoup moins affirmatifs que lui sur ce point.

(2) Toutefois, dans son cours, page 229, M. Aftalion admet quelques influences de l'inflation des crédits sur les prix.

Mais on peut objecter que ce n'est pas cette monnaie ainsi créée qui fait le revenu. Le pouvoir d'achat mis une seule fois par son intermédiaire à la disposition des particuliers étant épuisé, le numéraire qui a servi à le créer est resté dans la circulation et les mêmes billets serviront dans l'avenir bien des fois à payer ou à recevoir des portions de revenu (1). Aussi peut-on se demander si la cause principale de l'élévation des prix ainsi constatée réside dans le pouvoir d'achat supplémentaire temporairement créé ou dans l'introduction définitive dans la circulation d'une masse nouvelle de billets qui n'y figuraient pas précédemment.

Et c'est souvent dans l'année même où un pouvoir d'achat artificiel est entré en concurrence avec les autres valeurs existantes que l'effet s'en est fait le moins sentir ; ce n'est que plus tard que P s'est élevé alors que la cause initiale avait disparu et que l'équilibre budgétaire était déjà rétabli.

Nous devons dire pour être complets que le professeur Cassel qui est cependant partisan convaincu de la théorie quantitative paraît soutenir la même idée et qu'il attribue la hausse des prix due à l'inflation à la concurrence du pouvoir d'achat falsifié avec le pouvoir

(1) Jean-Baptiste Say. *Ec. Polit.*, tome II. p. 78 op. citée : « La monnaie sert à faire circuler d'une main dans une autre des valeurs qui sont ou des portions de revenu ou des portions de capital, mais elle n'est point un revenu de l'année parce qu'elle n'est pas un produit de l'année. C'est le produit d'un Commerce plus ou moins ancien ».

normal (1) mais dans ce cas comment expliquer la persistance du mouvement quand les détenteurs de billets en excédent les auront définitivement échangés contre d'autres produits.

Si l'émission n'est pas due à une insuffisance budgétaire et que pour une raison ou pour une autre elle ne fait que rendre aux intéressés des capitaux qui leur appartenaient déjà, elle n'augmente pas le revenu et la théorie psychologique tend à lui refuser une action sur les prix. Nous nous refusons également à accepter cette interprétation sans réserves, et nous considérons les exemples cités comme démontrant soit le remplacement de monnaies étrangères ou subsidiaires à la suite d'une stabilisation soit une réaction de la vitesse de circulation par suite du rétablissement de la confiance vis-à-vis de la devise nationale. Un remboursement massif des bons de la défense nationale en espèces n'augmenterait pas le revenu des particuliers ; et il serait pourtant téméraire d'affirmer qu'un tel événement soit sans action sur les prix.

(1) Cassel, *La monnaie et le change après 1914* op. cit. p. 28 : « Un accroissement du pouvoir d'achat ne peut se produire que par suite d'un accroissement semblable de la production réelle de marchandises. Mais si l'on crée un pouvoir artificiel d'achat, ce pouvoir falsifié entrera fatalement en concurrence avec le pouvoir normal. Le résultat de cette concurrence se traduira par une hausse des prix qui s'élèvera à un tel niveau que les produits disponibles atteindront une valeur globale égale au pouvoir total d'achat. » Cette opinion est faite pour surprendre chez un quantitativiste strict comme Cassel parce que le pouvoir d'achat supplémentaire provenant de l'émission de billets est peu de chose comparé à la hausse des prix qui devrait dans sa conception être proportionnelle à l'augmentation de la circulation.

La théorie psychologique admet également que l'inflation des crédits n'exerce sur P qu'une faible influence parce qu'elle ne fait qu'accroître provisoirement le pouvoir d'achat des particuliers sans augmenter leurs revenus puisqu'il s'agit de sommes qui leur sont simplement prêtées et qui doivent être remboursées aux banques.

Cependant dans une certaine mesure il y a création permanente de numéraire et cette abondance de disponibilités, si elle ne provoque pas directement la hausse, lui permet néanmoins de se maintenir. Il est vrai que si pour des causes diverses notamment dans l'hypothèse d'une période de baisse cyclique, une partie de ces billets ou de ces crédits ne semble plus nécessaire à ceux qui les ont sollicités, il leur sera loisible de les restituer à l'émetteur. Celui-ci, bien qu'il en perçoive les intérêts ne les a pas aliénés définitivement et il les reprendra s'ils excèdent les besoins normaux des affaires. Ce sont plutôt les prix qui régissent le volume des crédits et ceux-ci sont surtout aptes à les consolider par la continuité des opérations d'escompte qui se succèdent. Mais peut-on prétendre qu'en l'absence de ces émissions supplémentaires qui sont devenues d'un usage courant dans les états modernes le niveau de P eût été toujours le même.

Les quelques observations que nous venons de faire touchant les applications de la théorie psychologique de la monnaie se prêtent mal à l'observation statistique.

Nous ne prétendons pas discuter les discordances incontestablement vérifiées entre les mouvements de la circulation, les revenus et les prix mais nous craignons

qu'il ne soit pas suffisamment tenu compte des éléments quantitatifs.

Nous ne soutenons pas que P ne soit susceptible d'exercer une action causale sur les facteurs monétaires et qu'il existe un niveau normal de V en rapport avec les habitudes de la population et les conditions économiques du pays, mais nous ne pensons pas que la vitesse de circulation puisse varier sans limites. Or le fondement de la théorie psychologique semble conduire à des conclusions selon nous excessives, et on peut se demander si elle se rattache complètement dans sa forme actuelle à la théorie de l'utilité finale, à la théorie moderne de la valeur.

Si nous reprenons l'examen des principes exposés par von Wieser nous pouvons constater que cet auteur prétend que l'importance attachée à la dernière unité monétaire ne provient pas de l'utilité directe de cette dernière unité, car elle en serait dépourvue, mais de son utilité indirecte, de son pouvoir d'achat (1).

On peut se demander si cette interprétation de la fonction monétaire est vraiment exacte. S'il s'agissait d'une marchandise quelconque, tous les économistes se trouveraient d'accord pour affirmer qu'on doit considérer d'abord sa valeur d'usage subjective afin de pouvoir déterminer ensuite sa valeur d'échange objective.

Seuls des biens que l'on peut se procurer à volonté comme l'eau au bord d'une rivière n'acquièrent ni valeur d'usage ni valeur d'échange.

(1) Aftalion, *Monnaies, prix et changes*, p. 164.

On le démontre par l'exemple classique des seaux numérotés qui seraient rangés sur une étagère. Le seau n° 1 a une utilité maxima, car il sert à désaltérer. Le seau n° 2 servira encore au pot-au-feu. Le n° 3 à la toilette, le n° 4 à l'arrosage etc... Enfin le n° 7 ne sera utile à rien du tout.

Mais comme il est peu de produits que nous puissions avoir à volonté, presque toutes les choses nécessaires à l'homme prennent une valeur d'échange sur le marché qui tient à leur utilité et à leur rareté.

Il est également incontestable que ce ne sont pas seulement les produits qui acquièrent une valeur ; on doit raisonner de même pour les services de toute nature que les hommes se rendent entre eux.

N'en est-il pas de même pour la monnaie et ne satisfait-elle pas un besoin essentiel des nations civilisées en rendant possible l'échange des biens les plus différents même s'ils sont de valeur inégale. N'est-elle pas le seul instrument d'acquisition directe qui permette de satisfaire un besoin quelconque à notre choix en vertu d'une sorte de quasi contrat universel.

Les nécessités des échanges qui ont conduit les hommes à l'employer ne suffisent-elles pas pour donner au numéraire une valeur d'usage indiscutable.

Quand on prétend que la monnaie n'a pas d'utilité directe, ne confond-on pas le droit que confère sa possession avec la matière dont elle est faite.

Son utilité s'est pourtant rapidement détachée de celle du métal qui s'est vu surestimé dès qu'il fut employé

à des usages monétaires : ce que nous considérons maintenant ce n'est plus la substance mais le droit.

Un billet de banque d'un état policé est un instrument de paiement parce que tout le monde l'accepte comme tel.

La fonction monétaire une fois divisée en fractions acquiert sur le marché une valeur d'échange qui dépend de l'utilité et de la rareté de chaque unité.

On ne comprend d'ailleurs pas comment une chose quelconque matérielle ou immatérielle puisse avoir une valeur d'échange sans avoir de valeur d'usage. Ce qui est vraiment particulier à la monnaie c'est qu'elle est sans utilité pendant le temps où on la conserve oisive. Ses détenteurs ont donc intérêt à la faire circuler, et à n'en pas conserver une trop grande quantité inemployée. Une personne qui a peu de paiements à effectuer, placera ses capitaux mais n'en conservera qu'une petite fraction liquide si elle est raisonnable dans la conduite de ses affaires.

Dénier à la monnaie une valeur qui lui soit propre, ce serait admettre que la quantité des instruments de paiement ne présente aucune importance et que le rapport M puisse varier sans limites.

Il nous semble que sur ce point la théorie psychologique conduise à des conclusions trop absolues.

En second lieu la dernière unité monétaire ne serait pas pour von Wieser celle que l'on peut avoir accidentellement en caisse ou en banque mais la dernière unité du revenu,

Mais si nous possédons un revenu distinct des sommes liquides que nous gardons à notre disposition, c'est parce que nous remettons dans la circulation les fonds que nous recevons périodiquement en les dépensant.

La notion du revenu est sous la dépendance de l'utilisation de M ; c'est-à-dire qu'elle n'est explicable que par la vitesse de circulation.

Faire dépendre la valeur de l'unité monétaire de la dernière unité du revenu, c'est faire intervenir un facteur qualitatif $\frac{M}{R}$.

Nous avons déjà exposé que le rapport R pouvait être considéré comme une formule simplifiée de la vitesse de circulation ; on peut donc dire que les variations de R sont liées à celles de $\frac{M}{R}$.

Or, la théorie psychologique qui substitue comme facteur quantitatif le revenu à la quantité de monnaie en circulation ne tient plus aucun compte du volume de celle-ci et ne cherche même pas à définir les relations possibles entre M et R .

Le revenu considéré dans cette interprétation comme élément quantitatif est lui-même fonction de la vitesse de circulation élément qualitatif.

Et puisque nous savons que tous les autres facteurs qui servent de fondement à la valeur de M sont qualitatifs, on peut en conclure qu'aucune place n'est faite au volume des instruments de paiement dans la détermination du pouvoir d'achat de l'unité monétaire.

Tout le système est très logique parce qu'il admet que

la monnaie qui est sans utilité directe ne saurait acquérir une valeur d'échange fondée sur les besoins qu'elle permet de satisfaire par elle-même. Mais si nous voulons reconnaître à la fonction d'échange une certaine utilité, il est impossible de ne pas faire intervenir des éléments quantitatifs tenant à la monnaie elle-même pour rester dans le cadre de la théorie générale de la valeur.

Dans ce cas comment concilier cette nécessité avec les expériences récentes qui ont permis de constater d'une façon certaine l'absence de proportionnalité entre les mouvements de la circulation des revenus et des prix, comment expliquer également l'influence exercée directement par R sur la vitesse de circulation et même sur la quantité de monnaie. Devrons-nous nécessairement pour l'explication de ces divers phénomènes accepter sans réserve l'interprétation psychologique pure ou bien n'est-il pas possible de l'atténuer afin de tenir compte de la pression que la quantité des moyens de paiement peut exercer sur le niveau des prix.

Tel est le but que nous nous proposons d'atteindre en consacrant la troisième section de ce chapitre à l'esquisse des principes généraux d'une théorie réaliste dans laquelle une part sera faite à côté des facteurs psychologiques aux éléments quantitatifs tenant à la monnaie elle-même.

SECTION III

FONDEMENTS D'UNE THEORIE REALISTE
DE LA MONNAIE (1)

Avant de définir la valeur de la monnaie sur le marché nous commencerons par reprendre l'examen des éléments de la valeur d'une marchandise quelconque.

La science moderne lui donne comme fondement l'importance attachée par chacun de nous à la dernière unité à notre disposition. On voit donc qu'il y a un élément quantitatif, la rareté, et un élément qualitatif, l'utilité, le besoin satisfait par la dernière étant d'autant plus faible qu'il en existera un plus grand nombre.

Pour les marchandises, il y a une utilité décroissante qui provient de la nature humaine, car il existe un point où il y a satiété, c'est-à-dire où le désir s'éteint.

Si les biens demandés sont représentés par des certificats qui en confèrent la propriété, la valeur de ces titres sera fonction de la quote-part de produits qu'ils constatent. Ce n'est pas leur nombre absolu que nous envisagerons, mais la fraction à laquelle ils donnent droit. Si la quantité de ces signes venait à être doublée, chaque unité représentant une part deux fois plus petite verrait sa valeur diminuée de moitié (1). On peut raisonner de

(1) Avant nous M. Bertrand Nogaro s'était déjà servi des mêmes termes notamment dans un article de la *Revue d'Econ. Politique* en 1906, paru sous ce titre : *Contribution à une étude réaliste de la monnaie*. Si nous nous sommes résigné à le reprendre c'est que aucune autre expression ne peut mieux définir nos intentions et que

même toutes les fois que le bénéfice attaché à l'exercice d'un droit peut être divisé entre plusieurs personnes.

Mais les services que peut rendre chaque unité d'un objet quelconque sont très variables suivant le parti qu'on en tire. Il est indispensable de tenir compte de l'utilisation pour comprendre comment il arrive que nous nous accomodions souvent de changements appréciables survenus dans les quantités dont nous pouvons disposer d'une chose qui nous est utile.

Nous n'indiquons que pour mémoire les variations considérables qui peuvent survenir dans le temps concernant l'appréciation subjective de tel ou tel produit. On sait aussi qu'une découverte, qu'un procédé nouveau peuvent modifier complètement la physionomie du marché et changer l'estimation de certains biens.

Il arrive aussi qu'un emploi plus rationnel d'une machine déjà existante permette d'obtenir un meilleur rendement et dispense d'en acheter d'autre. Tout se passe alors comme si le nombre d'unités avait augmenté. Il existe aussi des appareils qui ne servent qu'en certaines occasions et d'une façon intermittente ; dans ce cas un accord entre les membres d'un même groupe professionnel aux fins de se les prêter mutuellement suffira pour en modifier la demande. Dans cet ordre d'idée, les syn-

celle-ci a le rare mérite de ne pas nous confiner dans une attitude doctrinale.

(1) Nous ne tenons pas compte des cas où la division des actions d'une société en petites coupures peut augmenter leur valeur boursière parce qu'elles sont susceptibles d'être acquises par une clientèle plus nombreuse.

dicats agricoles qui confient à leurs adhérents par roulement divers instruments aratoires permettent aux cultivateurs d'éviter dans une certaine mesure une dépense onéreuse surtout lorsque par suite de la faible superficie de leurs domaines ils ne peuvent s'en servir que quelques jours par an.

Mais où la notion d'utilisation joue un grand rôle c'est dans l'excédent disponible, dans la réserve latente que conservent en vue de la production un certain nombre d'entreprises.

Souvent un industriel, pour parer à tout événement ne se contentera pas de l'outillage minimum nécessaire à sa profession. Si à un moment donné les commandes affluent il les utilisera à plein rendement. Dans le cas contraire, une partie de leur force restera inemployée. En pareille occurrence ce n'est pas la puissance de son matériel qui réglera le rythme de sa production, mais au contraire, c'est celle-ci qui déterminera le degré d'utilisation des machines. *La capacité d'exploitation de son usine devra normalement être comprise entre deux limites. Un minimum au dessous duquel on devrait refuser un nombre excessif de commandes, un maximum au-delà duquel trop de capitaux immobilisés demeureront la plupart du temps sans rémunération.* L'entrepreneur conservera donc un excédent disponible grâce auquel il sera à même de supporter sans trop d'inconvénients les variations inévitables de l'activité des affaires.

On peut donc affirmer que même pour les marchandises il est possible de concevoir une certaine marge

d'utilisation indépendante des quantités et qui varie selon la nature des produits et leur destination.

Nous allons maintenant procéder à la même analyse pour la monnaie dont nous donnerons la définition suivante :

LE PRIVILÈGE EXCLUSIF CONFÉRÉ ARBITRAIREMENT PAR LA COUTUME ET L'AUTORITÉ DU LÉGISLATEUR A CERTAINS SIGNES PRATIQUEMENT INALTÉRABLES, COMMODÉMENT DIVISIBLES ET LIMITÉS QUANT A LEUR NOMBRE, DE POUVOIR ÊTRE ACCEPTÉ DIRECTEMENT EN ÉCHANGE D'UNE VALEUR QUELCONQUE, LEUR CESSIONNAIRE ÉTANT MAÎTRE DE LES UTILISER A SON GRÉ AUX FINS D'ACQUÉRIR A SON TOUR DANS LES MÊMES CONDITIONS TEL BIEN QUI LUI CONVIENTRA LE MIEUX.

Nous attacherons naturellement une grande importance à la possession de quelques-uns de ces signes puisque sans eux aucun marché régulier ne pourrait s'établir pour l'échange des produits entre eux.

Ce n'est pas la valeur intrinsèque de la substance du métal or ou du billet qui nous intéressera, mais le privilège qu'ont ces objets d'être les seuls qui soient généralement reconnus par tous comme circulating medium.

Une fois que le choix général s'est fixé sur une chose quelconque ayant pratiquement les qualités requises, la monnaie existe.

Elle offre pour la circulation juridique des richesses les mêmes avantages que la route ou le chemin de fer pour leur circulation matérielle.

Ce que nous devons considérer dans une unité monétaire, ce n'est pas le nombre arbitrairement déterminé

qui peut être quelconque, mais la fraction détenue par nous des symboles privilégiés nous accordant dans la société le droit d'acquisition direct.

Et comme les prix sont exprimés en valeur nominale, le facteur quantitatif concourant à leur formation ne pourra être autre chose que le nombre des signes en circulation, c'est-à-dire M et M' . Mais à côté de la quantité de monnaie on doit tenir compte de son utilisation et la rapidité avec laquelle la moyenne des paiements d'une période donnée pourra être effectuée aura une action sur l'estimation exprimée en numéraire de l'ensemble des autres biens.

Le revenu progressera parallèlement au rythme des paiements. R deviendra très grand si la vitesse de circulation s'élève tandis que M ne changera pas.

L'utilisation de la monnaie par suite du mouvement accéléré des déplacements de numéraire modifiera sa valeur par rapport à notre revenu et $\frac{M}{R}$ deviendra très petit.

Ainsi tout accroissement de V aura pour effet d'augmenter la valeur nominale des produits et de diminuer le pouvoir d'achat global des instruments monétaires.

On peut différencier les deux éléments de la première partie de l'équation de l'échange M et R de la manière suivante :

M exprime le nombre des unités dont la quantité est sans lien avec la valeur courante de la masse monétaire.

Les variations de M considérées en elles-mêmes ne pourraient avoir d'autres conséquences qu'un changement dans le niveau nominal des prix.

Par contre V représente un coefficient d'utilisation Changeant de mains plus souvent, M . devient apte à effectuer davantage de paiements dans le même temps et le niveau nominal des prix pourra s'élever.

Mais des prix plus hauts avec une encaisse plus restreinte cela signifie une diminution de l'appréciation de M par rapport aux marchandises.

L'accroissement de la vitesse de circulation, la meilleure utilisation de la monnaie, c'est comme si elle était moins désirée, puisque nous nous contentons alors de balances réelles affaiblies et que la proportion entre l'argent liquide et les revenus se trouvera réduite.

Le problème essentiel est donc dans l'analyse des causes qui régissent la vitesse de circulation et déterminent une utilisation différente de M .

Les éléments qualitatifs de la valeur de la monnaie seront tous ceux qui pourront exercer une action sur V .

Nous avons déjà indiqué que ce sont les changements du rapport $\frac{M}{R}$ qui provoquent des fluctuations de la vitesse de circulation, qui varie en raison inverse de l'encaisse désirée et qu'on peut représenter par la fraction R .

Pour comprendre comme $\frac{M}{R}$ ou $\frac{R}{M}$ peuvent prendre de nombreuses positions pour une même quantité de M , il faut se souvenir que la monnaie ne joue un rôle actif que pendant un temps extrêmement faible. Entre deux paiements, le numéraire demeure oisif à la disposition de son possesseur dans l'attente d'une transaction qui peut être longtemps ajournée.

Les facilités de négociations en bourse de certaines valeurs, actions de société, obligations, fonds d'Etat qui ont un large marché expliquent une certaine indifférence du public pour le montant des sommes qu'il croit devoir conserver en caisse ou en banque. On a l'impression qu'il sera toujours temps quand le besoin s'en fera sentir, de procéder à certaines réalisations qui permettront de se procurer des liquidités. D'autre part les progrès de la compensation et l'extension du crédit font qu'en réalité les balances réelles absolument nécessaires sont extrêmement faibles en période normale. Les personnes vraiment solvables pensent qu'il ne leur sera pas difficile, le moment venu, de s'adresser à un banquier si elles manquent accidentellement de fonds pour une échéance et n'attachent pas trop d'importance à la situation de leur caisse.

Il est d'ailleurs très difficile de se faire une idée du niveau maximum des prix à partir duquel le public se sentirait trop à l'étroit dans sa trésorerie.

Pour ces raisons, et par suite de la quantité généralement suffisante d'instruments de paiements par rapport à un niveau donné des prix, la vitesse de circulation est susceptible de variations extrêmement larges dont on ne peut préciser les limites.

En principe, si $\frac{M}{R}$ tendait à devenir trop élevé, c'est le souci de ne pas perdre l'intérêt d'une trop grande masse de capitaux oisifs qui inciterait à la longue les individus à la recherche d'un emploi de leurs fonds inutilisés et détermineraient une reprise des cours.

Dans l'hypothèse où $\frac{M}{R}$ deviendrait trop faible, c'est

la gêne où l'on serait de satisfaire facilement aux échéances courantes qui provoquerait d'abord des demandes de crédit aux banques et à défaut la réalisation de valeurs pour se procurer des disponibilités.

Mais en dehors de ces cas extrêmes, le contrôle des prix se fait par les variations du revenu et les prévisions.

La remarquable élasticité de la vitesse de circulation et la grande aisance avec laquelle elle s'adapte à des fluctuations souvent considérables des prix, les rend dépendants à l'extrême des éléments psychologiques.

Entre les deux limites que nous venons de déterminer, mais qu'il est impossible de préciser, tout se passe comme si la monnaie n'avait aucune utilité directe tant elle s'adapte aisément aux circonstances (1).

(1) Ricardo s'était bien rendu compte qu'à côté de la quantité il existait pour la monnaie un coefficient d'utilisation. Voici ce que l'on peut lire dans son ouvrage sur la circulation monétaire collection des grands économistes, op. cit. page 580 : « La valeur de la monnaie et le montant des paiements restant d'ailleurs les mêmes, la quantité de numéraire nécessaire doit dépendre du degré d'économie avec lequel on l'emploie. Si on cessait d'effectuer les paiements au moyen de mandats sur les banquiers, si l'on renonçait à un système qui réduit ainsi les mouvements de la monnaie à de simples transferts de comptabilité et qui permet d'acquitter des millions avec quelques billets de banque et un peu de numéraire, il est évident qu'il faudrait accroître considérablement la circulating medium ou ce qui revient au même, il est évident que la même quantité de monnaie jouirait d'une valeur courante plus élevée et tendrait à entrer en équilibre avec l'importance des paiements additionnels ».

Voici croyons-nous une restriction importante à la théorie quantitative qu'on présente souvent chez les classiques avec une rigueur qu'elle semble n'avoir jamais eue, chez certains d'entre eux.

Nous réglons sans nous en rendre compte sa vitesse de circulation par les fixations de nos échéances, et l'ensemble de nos relations sociales. Des rapports d'échange s'établissent entre les marchandises et se traduisent par un courant de monnaie qui va des uns aux autres sans fin.

Ce courant des transactions si nous l'envisageons à un moment donné en regardant vers le passé, il nous donnera l'idée de notre revenu d'hier ; sur ces bases que nous modifions au gré des circonstances, nous établissons des calculs concernant notre revenu et de proche en proche le niveau des prix s'élèvera ou s'abaissera selon les événements. La monnaie mesure de toutes ces valeurs qui se croisent ou se répartissent paraîtra asservie jusqu'au jour ou brusquement on se rappellera de sa présence longtemps oubliée à l'occasion d'une crise financière qui provoquera un ralentissement de V et un accroissement soudain de la demande de numéraire.

Cette subordination de M aux facteurs psychologiques que nous venons d'indiquer est d'autant plus grande que dans les pays à double circulation la quantité de moyens de paiement est susceptible de varier par suite des possibilités d'escompte et de crédits bancaires. Le volume de la monnaie pouvant s'accroître ou se contracter dans des limites assez larges l'indépendance des prix s'en trouvera accrue.

Ainsi se trouvent vérifiées dans une certaine mesure les conclusions auxquelles était parvenue la théorie psychologique. Ce qui nous en sépare, c'est le rôle que nous reconnaissons malgré tout aux éléments quantitatifs dont

l'action viendra se combiner avec celle des facteurs qualitatifs dans la formation des prix.

Nous estimons que pour un volume déterminé d'instruments de paiement, il peut y avoir des variations considérables de P mais celles-ci ne sont pas sans limites. Des fluctuations de trop grande amplitude doivent avoir pour conséquence d'amener une réaction des éléments monétaires. Nous songeons fort peu en période normale aux balances réelles et nous n'attachons pas d'importance au maintien d'un rapport constant entre notre actif et les sommes que nous désirons conserver liquides par devers nous. Cependant il peut arriver un moment où nous serons obligés d'ajuster notre trésorerie à un rythme de paiements plus élevé. S'il n'y avait pas cette résistance des facteurs monétaires, il n'y aurait pas de raison que les revenus et les prix ne puissent croître à l'infini.

Les biens négociables ne seraient plus alors évalués que par des chiffres abstraits qui peu à peu grossiraient sans que rien ne puisse régler leur ascension.

La monnaie exerce malgré tout un pouvoir régulateur mais son action se fait sentir avec un long retard et d'une manière intermittente. Mais si nous avons pu expliquer qu'il existait des limites à la toute puissance des facteurs psychologiques nous sommes bien embarrassés pour les fixer.

Le mécanisme du crédit et de la compensation se trouve lui aussi sous la dépendance d'habitudes dont la constance reste à démontrer. Si tous les paiements étaient le résultat d'engagements récents on pourrait plus facilement peut-être circonscrire la zone d'indétermination.

Mais la nature même de M qui n'est pas seulement pouvoir d'achat, mais encore pouvoir libératoire, n'est pas faite pour simplifier les recherches.

La demande de monnaie, la régularité du courant des échanges, se trouvent souvent affectées par des causes accidentelles qu'il est nécessaire d'analyser avant de pouvoir déterminer l'amplitude probable des mouvements de V. Une théorie réaliste de la monnaie serait incomplète si elle n'essayait pas d'expliquer la nature des perturbations que l'on constate parfois à certaines époques et qui affectent sérieusement la stabilité des prix en dehors de toute influence extérieure.

Il nous semble donc nécessaire de consacrer quelques développements aux anomalies qui ont pour origine l'emploi habituel de l'instrument des paiements comme moyen de libération dans l'exécution des conventions entre créanciers et débiteurs.

CHAPITRE III

LA DEMANDE DE MONNAIE ET L'EXECUTION DES OBLIGATIONS

Il serait inexact de considérer la vitesse de circulation, ce coefficient d'utilisation de la monnaie comme un courant continu aux lentes variations. Au contraire, la demande de numéraire est sujet à de brusques changements qui, bien qu'ils n'exercent pas toujours une action visible sur le niveau général des prix, sont capables cependant de provoquer des perturbations assez graves dans la marche des affaires.

Bien que la possession d'une grande masse d'argent liquide ne soit d'aucune utilité propre pour ceux qui n'ont pas d'importants paiements à faire, on ne peut empêcher les particuliers de détourner les sommes dont ils sont détenteurs de leur fonction normale. Au lieu de les remettre dans la circulation, ils sont souvent conduits à conserver par devers eux le plus de liquidité possible, c'est-à-dire à thésauriser.

Il y a une grande différence au point de vue social entre la thésaurisation et l'épargne.

Épargner, c'est soustraire à la consommation une partie de ses revenus pour les placer et toucher en même temps l'intérêt de ses économies sous une forme quelconque. L'épargnant accumule du pouvoir d'achat mais le cède à d'autres qui l'emploient et lui versent une redevance pour le service rendu.

Thésauriser, c'est encore épargner quelquefois, mais c'est épargner sous forme de monnaie ; on accumule les espèces pour se constituer une réserve de pouvoir d'achat mais comme on ne se sert pas des sommes ainsi soustraites à la circulation, on n'en perçoit pas les intérêts, on n'en tire aucun profit et leur fonction monétaire se trouve neutralisée pour un temps.

Il peut y avoir des degrés dans la manière dont on accumule des fonds.

Dans un pays à monnaie métallique, la vraie thésaurisation c'est celle qui consiste à conserver dans une cachette des pièces d'or et d'argent.

C'est la thésaurisation de l'avare. Elle est difficile dans la pratique avec le gold bullion standard ou le gold exchange standard car il faudrait alors se procurer des lingots ou acheter du métal au poids, ce qui est d'un usage peu courant.

Thésauriser des billets n'est pas tout-à-fait la même chose car les banques d'émission peuvent augmenter le volume de la circulation suivant les circonstances et l'effet de telles habitudes, s'il se fait sentir, ne sera qu'indirect et très atténué.

On croit aussi thésauriser en conservant ses liquidités en dépôt dans une banque,

Mais l'établissement de crédit utilise une partie de ses dépôts pour des avances à court terme, et le public bien qu'il conserve le droit de les retirer à vue et qu'il considère ces dépôts comme de l'argent comptant remet sans s'en douter une partie de ces sommes dans la circulation.

Les prêts d'argent à court préavis remettent également dans la circulation les fonds ainsi employés, dans une proportion encore plus forte.

Enfin, dans les placements à moyen terme et à long terme, le débiteur moins entravé par le souci d'une échéance proche, emploie l'argent emprunté aux usages les plus divers comme s'il en était propriétaire, et le créancier en lui livrant une partie de ses disponibilités, effectue un véritable paiement.

Les phénomènes de thésaurisation seraient sans aucun intérêt si une certaine régularité pouvait être constatée d'une façon certaine dans les habitudes du public à cet égard.

Mais les variations du revenu et les prévisions modifient souvent d'une manière très appréciable la demande d'encaisse.

Une augmentation du revenu nominal conduira, surtout si elle se produit au début d'une inflation, à conserver liquide une plus grande quantité de numéraire, bien plus souvent par indifférence qu'en vertu d'une volonté bien arrêtée.

Les prévisions agiront souvent dans le même sens, pendant des périodes d'assez longue durée et inciteront

les individus soit à augmenter leurs disponibilités soit à les diminuer.

Elles auront également une action sur le taux de l'intérêt qui sera faible si l'on prévoit la baisse des prix et plus élevé si l'on croit à la hausse. On prête volontiers contre de bonnes garanties une monnaie que le débiteur vous restituera plus tard avec un pouvoir d'achat supérieur. A l'inverse si les marchandises ont tendance à monter ou si l'argent se déprécie, le taux de l'intérêt s'élèvera.

Au moment des grandes échéances, on constatera également des mouvements plus ou moins accentués de M. Prévoyant des paiements plus nombreux à faire, les commerçants et les industriels auront recours aux banques afin de pouvoir les assurer, et l'on verra grossir le portefeuille d'effets de commerce de l'institut d'émission. Si les conditions du marché monétaire ne sont pas favorables, on assistera même à des réalisations de valeurs mobilières dont la liquidation entraînera un certain fléchissement des cours.

Ces divers incidents de la vie financière d'un pays passeront souvent inaperçues ; quelquefois ils provoqueront passagèrement des ventes de titres ou de marchandises. Il arrivera aussi que la répercussion sera plus grave et que la baisse se généralisera entraînant celle des autres produits.

Ces changements dans le niveau des prix ont des conséquences particulièrement fâcheuses dont une des plus graves est de rendre très incertaine la condition des débiteurs et des créanciers,

Le contrat de prêt offre ceci de particulier que le numéraire étant en droit privé une chose consommable par le premier usage et une chose de genre, le débiteur d'une somme d'argent en devient propriétaire et s'oblige seulement à restituer à l'échéance la somme numérique énoncée au contrat dans les espèces ayant cours au moment du paiement (1).

Lorsque le débiteur a utilisé le pouvoir d'achat des deniers empruntés et les a remis dans la circulation, il devra pour se libérer se procurer à nouveau les fonds nécessaires au remboursement quelle que soit leur valeur courante à l'arrivée du terme.

Une grande incertitude naîtra de cette situation, la monnaie étant employée comme mesure des valeurs et n'ayant pas pratiquement les qualités requises. On peut assimiler la condition du débiteur lorsqu'il s'est dessaisi des espèces qu'il devra restituer à celle d'un vendeur à découvert sur le marché financier. L'ensemble de ses biens servira de couverture à son engagement et leur réalisation éventuelle garantira l'exécution de l'obligation.

Le contrat de prêt juridiquement commutatif présente pour les stipulations à long terme un caractère nettement aléatoire, la prestation que l'emprunteur devra fournir à l'échéance pouvant être exécutée plus ou moins

(1) Voir les articles 1893 et 1895 du Code Civil. Nous ne nous occupons pas ici de savoir s'il est licite de stipuler en valeur métallique plutôt qu'en valeur nominale. Dans les deux cas, il peut y avoir variation du pouvoir d'achat entre le moment où le contrat de prêt a été conclu et fixé pour le remboursement.

facilement selon le pouvoir d'achat qu'aura l'unité monétaire à une époque quelquefois très éloignée.

Le créancier de son côté, au moment du remboursement pourra prendre plusieurs partis selon les circonstances.

Il arrivera souvent que le contrat original se trouve prorogé d'un commun accord et le prêteur continuera à toucher ses intérêts comme par le passé.

S'il le préfère, il remettra dans la circulation les sommes qu'il recevra, soit en les prêtant à un tiers, soit en procédant à un placement en valeurs quelconques, soit en achetant des biens de consommation.

Il est possible aussi qu'il thésaurise les disponibilités ainsi reconstituées dans l'attente de circonstances favorables pour les employer.

Les conventions entre particuliers ont généralement pour fondement des prévisions. Si une des parties a commis une erreur, même involontaire et impossible à éviter, elle se trouvera lésée sans avoir aucun recours (1).

S'il est donc singulièrement imprudent pour les individus d'avoir confiance dans la stabilité de la monnaie lorsqu'ils contractent pour une longue période, les conséquences en seront bien plus graves lorsque c'est un état qui se sera engagé au-delà de ses moyens.

S'il s'agit d'une dette publique intérieure, celle-ci

(1) La théorie de l'imprévision dont les principales applications ont été faites dans le domaine du droit administratif n'a pas été admise par les tribunaux judiciaires sauf dans les cas exceptionnels où une loi a formellement autorisé ce mode de recours (révision des baux à long terme).

pourra s'accroître très rapidement par le jeu combiné des déficits budgétaires, de l'accumulation des intérêts et de la hausse du loyer de l'argent.

Un gouvernement imprévoyant ou contraint par les événements arrivera vite à devoir des sommes énormes et se trouvera bientôt dans l'impossibilité d'assurer le service des arrérages de sa dette. Il ne pourra plus demander à l'impôt les ressources nécessaires, car il serait contraint d'exiger une part trop forte des revenus de la production pour les transférer aux rentiers et l'équilibre économique de la nation serait vite rompu.

Il est probable qu'alors la solution du droit privé, c'est-à-dire la suspension des paiements, la faillite paraîtra trop brutale et pleine d'inconvénients pour l'ordre public.

C'est donc à une diminution du pouvoir d'achat de l'unité monétaire que se résoudront les pouvoirs publics et la plupart du temps, ils ne feront que consolider celle déjà provoquée par l'inflation des années précédentes, la dépréciation du change et la méfiance des particuliers.

Le souci d'assurer l'équilibre budgétaire viendra donc s'ajouter aux autres causes de hausse des prix, et surtout il empêchera de revenir en arrière et de procéder à des mesures ayant pour objectif le rétablissement de la devise nationale à son ancienne valeur.

Il est difficile d'éviter pareils errements à la suite d'une guerre ou d'un déficit persistant de la balance des comptes, car les intérêts d'une dette se capitalisent mécaniquement par le fait de la convention originaire et

peuvent s'accroître sans aucune relation avec la capacité de paiement du débiteur.

Le forfait stipulé au contrat de prêt n'est qu'un avantage illusoire pour le créancier s'il s'agit d'un état, car celui-ci participera aux mauvaises chances sans avoir l'espoir de s'enrichir sensiblement dans les hypothèses les plus favorables.

L'usage fait par la collectivité du produit des impôts est également susceptible d'avoir une répercussion sur les éléments monétaires. Si les sommes ainsi perçues sont immédiatement dépensées à l'intérieur, il n'y aura qu'une modification de la répartition des richesses et c'est en dernier ressort l'emploi que les nouveaux titulaires de pouvoir d'achat en feront, qui pourra déterminer des variations de la vitesse de circulation moyenne.

Si, au contraire, des paiements importants sont faits à l'étranger, il y aura diminution du revenu réel à l'intérieur du pays sans augmentation du revenu nominal et les prix auront tendance à fléchir permettant un excédent d'exportations (1).

La politique d'amortissement peut, elle aussi, avoir des conséquences différentes selon qu'elle se borne à des remboursements de titres déjà émis, ou qu'on l'utilise pour grossir un compte d'attente du trésor public. Dans cette dernière hypothèse, des disponibilités importantes

(1) M. Aftalion explique par ce mécanisme la possibilité pour l'Allemagne des transferts concernant les réparations. Nous partageons entièrement son opinion car il est peu probable qu'un accroissement de V vienne alors contrarier la tendance à la baisse des prix.

sont retirées du marché pour un temps, ce qui constitue une véritable déflation dont les effets se feraient sentir si V et M n'étaient capables de s'accroître par ailleurs, afin de compenser l'effet que pourrait avoir sur les prix cette véritable thésaurisation, des deniers provenant des recettes fiscales (1).

Dans les relations internationales, il arrive aussi que l'état créancier rende les transferts pratiquement impossibles par ses exigences, faussant ainsi le jeu régulier des échanges entre nations et détournant la monnaie de sa fonction véritable. Les particuliers dans leurs rapports réciproques, peuvent négliger l'influence de leurs opérations, car leur montant est généralement faible et la diversité des prétentions opposées des individus conduit à leur neutralisation.

Il n'en est pas de même quand un pays veut effectuer un transfert massif de richesses à un autre, comme il s'agit alors de déplacements d'une très grande importance dirigés dans le même sens, il est nécessaire que le créancier se contente de prestations compatibles avec les ressources et l'indépendance du débiteur (2).

Il n'est pas suffisant dans ce domaine, que l'état créateur consente à proroger les échéances et veuille bien

(1) A propos d'un emprunt assez récent, on a prononcé le mot d'emprunt de la vertu. le gouvernement ayant eu un moment l'intention de lutter contre l'inflation des crédits qui précéda en France la stabilisation monétaire.

(2) Consulter un intéressant article de M. Albert Despaux dans *l'Information financière* du 5 septembre 1929 sous le titre : « Un appel au droit international ».

placer à nouveau les intérêts qui lui sont dus à la disposition de la nation obérée. Lorsqu'il est question de charges considérables comme celles qui résultent d'une guerre mondiale, il est nécessaire que ceux qui les ont assumées puissent se libérer normalement par des livraisons en nature, c'est-à-dire en restreignant leurs consommations afin d'avoir un excédent de production exportable. Si le créancier élève des barrières douanières pour s'opposer à ce que les produits ainsi offerts ne viennent concurrencer son marché intérieur, s'il refuse de les consommer, il est évident que le chiffre de sa créance grossira sans cesse et que la condition des débiteurs s'en trouvera aggravée. Le Professeur Cassel a récemment critiqué l'attitude déraisonnable des Etats-Unis qui exigent de l'Europe au titre des dettes interalliées, des versements annuels devant atteindre 400 millions de dollars, et s'opposent énergiquement à toute importation de marchandises étrangères. L'excédent de la balance des comptes américaine se remployant continuellement en placements extérieurs, ceux-ci peuvent qu'augmenter si l'équilibre n'est pas rétabli sous forme de services ou de marchandises. Les états débiteurs, si cette situation devait persister seraient voués à perdre peu à peu leur indépendance économique et peut-être leur souveraineté politique. En équité, n'ayant reçu que des produits, l'Europe devait pouvoir se libérer par des produits, et ces livraisons de fournitures qui lui ont été faites ne justifient aucunement le risque où elle se trouve d'être un jour réduite à un état de vassalité. En théorie, celui qui ne consomme pas son capital, a l'espoir de le voir grossir indéfiniment par le jeu des

intérêts composés. En quelques générations, une famille ne consommant pas son revenu arriverait à acquérir une fortune immense. Mais ce sont là de pures spéculations de l'esprit. Les règles qui régissent les phénomènes économiques ne permettent pas un accroissement indéfini des richesses, car il faut que celles qui sont produites soient utilisées, c'est-à-dire consommées en grande partie. Une grande nation ne peut prétendre par un artifice juridique en asservir d'autres sans qu'à un moment donné une réaction ne se produise.

Si un particulier peut en ruiner un autre en usant de son droit et en exigeant rigoureusement l'exécution d'un contrat trop onéreux et peu équitable, les collectivités ont des moyens de défense plus efficaces.

L'attitude actuelle des Etats-Unis ne devrait pas être trop prise au tragique. Il n'en reste pas moins vrai que la monnaie n'est pas un instrument parfait pour mesurer la prestation que le débiteur sera tenu de fournir à son créancier. Ce dernier peut se servir de son titre comme d'un moyen de pression au lieu de l'utiliser pour se procurer les biens nécessaires à ses besoins courants. Dans les relations internationales, une pareille attitude peut provoquer de graves conflits. La théorie de l'abus de droit trouverait dans les cas que nous venons de citer, une intéressante application, car n'y a-t-il pas un véritable abus du droit de créance que de détourner l'instrument monétaire de sa fonction d'intermédiaire entre les échanges pour en faire une arme au service de visées impérialistes.

De plus en plus, par une aggravation de l'esprit spé-

culatif, nous avons une tendance à attacher de l'importance aux choses, non pas tant pour les satisfactions que nous attendons personnellement de leur emploi rationnel, mais dans l'expectative d'événements qui en augmenteront la demande. L'acheteur de valeurs mobilières ne tient plus compte du rendement de ses titres, mais il opère sur le marché à terme dans l'espoir que des vendeurs à découvert seront obligés de se racheter s'ils viennent à se trouver dans l'impossibilité de les lui livrer. Des syndicats puissants raréfient une marchandise escomptant que ceux qui en ont besoin, se verront dans la nécessité de subir leurs prix. Les courbes d'offres et de demandes subissent l'influence de toutes ces incidences exceptionnelles et l'emploi de pareils procédés se généralise dans tous les domaines.

Les banques d'émission elles-mêmes cherchent à accroître leur encaisse à la faveur des circonstances les plus diverses et leur politique rend instable l'équilibre économique mondial.

Maintenant que la vitesse de circulation de la monnaie atteint un rythme très élevé par rapport à l'ensemble des revenus, il devient possible à la faveur des événements, de fausser le jeu normal des transactions en dénonçant des crédits à un moment inopportun ou en rapatriant de grandes quantités d'or au risque de compromettre la stabilité du système monétaire d'un autre état. Il convient à ce sujet de rendre hommage à la politique prudente et avisée de la Banque de France qui n'a pas voulu dans l'intérêt général, exiger brusquement le remboursement en lingots des devises qu'elle détenait à la suite

d'un afflux immodéré de capitaux flottants, provenant des principales places financières et venus s'investir en francs au moment de la stabilisation.

Il n'en reste pas moins certain que dans la période actuelle, trop de causes d'une nature particulière viennent influencer la demande de monnaie et la vitesse de circulation, pour qu'il soit possible de fixer les limites probables de ses variations.

Nous nous sommes contentés d'insister sur celles qui tiennent aux changements survenus pendant le temps qui s'écoule entre la naissance d'un contrat et son exécution et contribuent à rendre encore plus délicate la fixation d'un niveau moyen de V et de P . Nous pouvons cependant tenter maintenant de classer méthodiquement les influences qui agissent sur le pouvoir d'achat de la monnaie, et dont nous connaissons la nature, sinon l'intensité.

Nous croyons pouvoir nous résumer en constatant que le pouvoir d'achat de M est déterminé par des facteurs quantitatifs et des facteurs qualitatifs, dont nous allons donner un aperçu succinct pour les pays à monnaie d'or. Encore, ne faut-il pas oublier qu'il entre autant de considérations d'ordre psychologique dans les éléments quantitatifs que dans les éléments qualitatifs par suite de l'extrême élasticité des crédits dont le volume peut se contracter ou s'accroître dans une large mesure.

On peut donner le tableau suivant des limites théoriques des fluctuations de M , de V et de P , dans un régime de convertibilité.

I

Limites de M
Quantité de
monnaie

a) L'accroissement du stock d'or est limité par les frais de production des mines, c'est-à-dire par le coût de l'extraction qui doit être inférieur au pouvoir d'achat obtenu en échange.

b) Le stock d'or est une limite pour la circulation des billets et indirectement pour le volume des crédits.

c) La quantité de billets en circulation est maintenue dans une proportion variable par rapport aux réserves métalliques, selon la politique des banques et le degré de confiance des porteurs.

d) La quantité de crédits dérivés est également limitée par les habitudes du public et la politique bancaire, mais le contrôle en est plus incertain.

II

Limites de V
Vitesse de
circulation

a) Les variations de la vitesse de circulation qui sont inversement proportionnelles à celle de l'encaisse désirée, ont pour limite inférieure la réaction psychologique qui tend à se produire lorsque les balances réelles deviennent trop considérables et que les particuliers cherchent à éviter la

perte d'intérêt provoquée par une accumulation trop grande de disponibilités improductives.

La limite supérieure de V est fonction des progrès de la compensation et des procédés de virement. Elle est près d'être atteinte lorsque les balances réelles deviennent trop faibles pour assurer les paiements normaux, sans difficultés, mais il faut tenir compte d'un grand nombre de facteurs occasionnels et spéculatifs qui rendent extrêmement complexe la détermination des mouvements probables de la vitesse de circulation.

b) Entre ces deux limites, V se trouve sous l'action directe des variations du revenu et des prévisions tenant soit à la marchandise soit à la monnaie.

III

Prix
Limites de P

a) Le niveau des prix est déterminé par les variations du revenu et les prévisions tenant soit à la marchandise soit à la monnaie.

b) Les variations des revenus et des prix sont limitées par celles de la quantité de monnaie et de la vitesse de circulation.

Nous croyons avoir maintenant dégagé d'une manière suffisamment précise les principes essentiels qui régissent les variations du pouvoir d'achat de la monnaie.

Si nous les avons rattachés à un élément unique la vitesse de circulation c'est parce que les autres facteurs de l'équation de l'échange ont déjà été étudiés depuis fort longtemps et qu'ils ne permettaient pas à eux seuls de comprendre l'évolution des phénomènes contemporains.

L'idéal de la science serait d'expliquer le maximum de faits par un minimum de causes. Nous nous sommes efforcé en nous appuyant sur la théorie générale de la valeur de montrer que l'action de la vitesse de circulation paraissait expliquer à elle seule toutes les discordances constatées dans la proportionnalité des rapports entre le volume de la circulation et le niveau des prix.

L'étude de V nous a conduit à observer qu'à côté des facteurs quantitatifs tenant à la monnaie elle-même, il fallait tenir compte d'un coefficient d'utilisation très sensible aux influences psychologiques.

Mais lorsque nous avons tenté d'apprécier l'étendue de cette zone d'indétermination, nous n'avons pu la définir d'une façon précise, tant de circonstances diverses contribuant à la restreindre ou à l'étendre et nous nous sommes rapprochés par une autre voie du point de vue de Von Wieser lequel, comme nous l'avons vu, dénie à l'instrument des paiements toute utilité directe.

En effet, la fonction monétaire s'exerce effectivement d'une façon si intermittente qu'il y a dans son utilisation

une part d'arbitraire et de conventionnel qu'il serait vain de dissimuler.

Toutefois, en ne considérant que les faits dans leur succession historique, il sera sans doute plus facile de saisir par quel enchaînement le rôle essentiel dévolu jadis aux facteurs quantitatifs s'est peu à peu atténué, et comment les éléments psychologiques ont pris progressivement une importance qui ne semble pas devoir diminuer.

A défaut d'une mesure exacte des variations probables de V une analyse rapide des événements passés nous permettra peut-être de dégager une tendance dans l'évolution des phénomènes monétaires et d'en tirer un enseignement pratique.

Il se peut que nous puissions alors entreprendre la recherche d'un nouvel étalon des valeurs donnant aux prévisions humaines le minimum de sécurité indispensable.

CHAPITRE IV

L'EVOLUTION DES FACTEURS QUANTITATIFS ET QUALITATIFS DANS LES DIFFERENTS SYSTEMES MONETAIRES

On peut dire d'une manière générale que les diverses théories qui prétendent expliquer l'action de la monnaie sur les prix ne s'accordent pas sur l'importance qu'il convient d'attacher aux fluctuations de la vitesse de circulation.

Plus encore que l'interprétation causale, l'amplitude du phénomène doit retenir l'attention des économistes car les solutions pratiques dépendront nécessairement de l'ordre de grandeur probable des variations de V .

Si l'on examine la doctrine dans son évolution historique on s'aperçoit que la monnaie a été de moins en moins considérée comme une richesse importante dans l'échelle des valeurs et l'on a vu s'atténuer peu à peu la rigueur des théories quantitatives.

Depuis la guerre surtout, on a admis plus facilement l'existence d'éléments psychologiques à côté des éléments quantitatifs même parmi les défenseurs des anciennes conceptions,

Ne doit-on voir dans ce revirement l'influence des expériences récentes, celles-ci n'ayant pas tardé à imposer aux données de la science les ajustements nécessaires.

Et ne peut-on pas soutenir que ce sont les événements eux-mêmes qui ont déterminé la direction des recherches sur le fondement de la valeur de l'instrument des paiements, les hypothèses anciennes trouvant une justification dans l'observation de la généralité des faits à leur époque.

C'est dans l'utilisation de la monnaie que les tendances de notre vie économique se sont dégagées de la manière la plus nette. Etant de par sa nature destinée à être mise en circulation, elle ne remplit pas sa fonction quand on ne l'emploie pas dans les échanges. On pourrait objecter qu'un grand nombre de billets mènent une existence tranquille dans les coffres-forts des particuliers, lesquels ne songent nullement à s'en défaire. Mais dans ce cas, à l'état de repos, le numéraire est envisagé comme une valeur quelconque avec cet inconvénient de n'être point productif d'intérêts et il manque son but.

Puisque la raison d'être d'une monnaie consiste dans cette facilité qu'elle possède de passer de mains en mains, il est évident que toutes les institutions pouvant favoriser sa mobilité exerceront une influence décisive sur les mouvements possibles de V que nous allons essayer d'analyser aux différents degrés de la technique monétaire.

A l'origine, l'utilité directe du métal n'a pas dû se dissocier rapidement de celle de ses nouvelles fonctions, et l'opération de transfert se compliquant d'une pesée et

d'un essayage des lingots ne pouvait pas être instantanée.

Certains actes juridiques des Romains comme la *mancipatio* avec son *libripens* sont une survivance de l'époque où l'instrument des échanges n'était pas encore compté.

Il serait vain de rechercher comment pouvait se régler alors la vitesse des paiements, mais il est probable qu'elle devait être extrêmement lente.

On peut supposer qu'il en a été de même au moyen âge et jusqu'à une époque relativement récente.

En effet, les métaux précieux furent considérés longtemps en eux-mêmes comme une richesse, et l'extrême pénurie des transactions ne permettait pas les placements rémunérateurs. L'économie crédit caractérisée par le prêt et la vente à terme ne s'était pas encore développée et l'on considérait l'intérêt comme usuraire (1). M. Gide (2) a fait remarquer très justement que le crédit sous forme de prêt d'argent ne pouvait avoir un caractère productif en un temps où il ne pouvait servir qu'à la consommation. Ceux qui empruntaient alors c'étaient les chevaliers désirant s'équiper pour les croisades aux fins de consommations personnelles. Ne pouvant payer à l'échéance, ils risquaient d'être contraints par corps et d'aliéner leur liberté. Dans ces conditions c'était vraiment un intérêt de l'argent que le créancier exigeait et non la rémunération forfaitaire d'un capital productif.

Le prêt à intérêt paraissait un abus de droit, un instru-

(1) Voir Ashley, *Histoire et doctrines économiques en Angleterre* (traduction française).

(2) Gide, *L'Economie Politique*, tome II, page 291 et s.

ment d'exploitation puisque la monnaie encore mal dégagée de ses origines était envisagée bien plus comme la mise en réserve d'une épargne devant un jour être consommée qu'un instrument de répartition des biens. Dans les cas exceptionnels où l'emprunteur pouvait réaliser un bénéfice, la casuistique canonique imagina des détours ingénieux pour trouver des accommodements à la rigueur des principes (1).

On doit ajouter que les transactions étaient peu nombreuses, ce qui rendait difficile la négociation d'un bien quelconque sur des marchés inorganisés ou très étroits.

La vitesse de circulation ne se trouvait pas accélérée par le souci d'une perte d'intérêt puisque normalement les possesseurs de capitaux liquides n'en avaient pas l'emploi sous une forme lucrative et ils préféraient les conserver plutôt que de s'exposer inutilement à les voir dilapidés par d'autres.

Réconstituer une réserve de numéraire était une opération particulièrement difficile et qui exigeait de très grands sacrifices, les espèces monnayées étant concentrées en quelques mains.

Il n'y avait d'ailleurs aucune stabilité des prix mais leur déséquilibre se manifestait surtout dans l'espace,

(1) Aristote ne dissocie pas l'intérêt de l'argent de celui du capital. Voici ce qu'il écrit : « Politique I, ch. IV. L'argent ne devrait servir que de simple facteur pour faciliter l'échange des produits. Mais loin de là, l'intérêt qu'on en tire pour faire de l'argent lui fait des enfants. Père et enfants sont tous semblables : l'intérêt est donc issu de l'argent et c'est de tous les moyens de réaliser un bénéfice le plus formellement désavoué par la nature des choses ».

ceux-ci ne pouvant se niveler par suite des difficultés de communications et il n'existait pas de cours stables donnant à un moment donné satisfaction à un grand nombre de coéchangistes. On ne peut vraiment pas se faire une opinion d'ensemble sur les phénomènes économiques de cette période par suite de l'extrême irrégularité des opérations commerciales. La mesure de *V* est pratiquement impossible; nous savons seulement que la monnaie était considérée comme la richesse par excellence que l'on accumulait d'une manière immodérée dans la crainte de venir à en manquer. Les facteurs quantitatifs auraient été les seuls vraiment essentiels si l'inégale répartition de l'or et de l'argent n'avait modifié le pouvoir d'achat des métaux précieux entre deux régions souvent très voisines et même entre les villes et les campagnes avoisinantes.

Il faudra attendre l'extension du commerce maritime et la reprise de l'activité des échanges qui ont suivi les grandes découvertes pour que la fonction monétaire se perfectionne et se rapproche de ce qu'elle est devenue de nos jours.

La création des grandes banques se rattache étroitement à cette évolution. Les premières furent celles des républiques italiennes : C'est à Venise que nous rencontrons au début du XV^e siècle les premières promesses écrites de paiement qui ne tiennent pas compte du montant des dépôts (1). L'endossement semble avoir pris

(1) Sur la banque de Venise, voir Ferrara, *Gli Antichi banchi di Venezia*, *Antologia* vol. xvi.

naissance au cours des foires génoises ; on se trouve en présence d'une phase préliminaire sous forme de giro Aval (endossement cautionnement) (1). Ce seraient des réfugiés juifs convertis au christianisme qui auraient contribué au développement de cette place en donnant une impulsion nouvelle à sa vie économique.

Un peu plus tard, la prééminence commerciale passe à la Hollande avec la célèbre banque d'Amsterdam (1609). On voit ensuite apparaître celles de Stockolm, de Hambourg, de Rotterdam et enfin la banque d'Angleterre 1694

La multiplicité des monnaies, la fréquence des falsifications contribuèrent à la prospérité des changeurs et la banque d'Amsterdam institua une monnaie idéale représentant un poids fixe d'argent qui bénéficia rapidement d'une prime appréciable sur les mêmes sommes en espèces courantes. C'est ainsi que progressivement les rapports entre provinces d'abord, entre états ensuite devinrent plus fréquentes et que les opérations d'escompte et de dépôt se généralisèrent.

La vitesse de circulation encore lente s'accéléra, les possesseurs de fonds commençant à avoir la possibilité de les prêter à intérêt avec certaine sécurité et le placement cessa d'être exclusivement le fait de quelques professionnels.

Mais comme matériellement les paiements s'étaient encore compliqués et qu'il fallait compter avec les trans-

(1) Werner Sombart, *Les Juifs dans la vie économique*, pages 87 et suiv.

ferts de numéraire d'une place à l'autre, les fluctuations de V étaient encore très limitées.

C'est au cours du XVIII^e et pendant tout le XIX^e siècle que les banques d'émission virent leur importance s'accroître et peu à peu à côté des métaux les billets commencèrent à circuler d'une manière courante. De bonne heure en Angleterre le public prit l'habitude d'utiliser les chèques pour les opérations importantes, et un chiffre de transactions de plus en plus considérable se liquida dans les Clearing Houses (chambres de liquidation) dont la première remonte à 1773.

Enfin, les opérations de bourse sur les valeurs mobilières prirent de l'extension et permirent de se procurer rapidement des disponibilités par des réalisations de titres.

L'adoption de l'étalon or du moins en fait par les grandes puissances, contribua à unifier le marché monétaire dont la physionomie avant la guerre était caractérisée par la convertibilité du billet de banque, la frappe libre et l'existence d'une circulation effective d'espèces métalliques. Ce régime connu sous le nom de gold standard eut pour effet d'accélérer V dans une proportion changeant dans chaque pays mais de limiter ses variations.

En effet, pendant le XIX^e siècle, le rôle de la monnaie dans les échanges est devenu très important et l'encaisse désirée a beaucoup diminué en raison des occasions de placement qui se présentèrent à la suite de la fondation de nombreuses sociétés de capitaux. On commença à prendre l'habitude de ne conserver en banque que les

sommes nécessaires aux paiements courants et les facilités de mobilisation des autres éléments de l'actif des particuliers diminuèrent la réserve de numéraire indispensable. Mais d'autre part, les nécessités des transactions et la portion encore peu importante des valeurs mobilières dans les patrimoines venaient enrayer cet essor. A la campagne une active thésaurisation des pièces d'or s'opposait également à une accélération trop rapide du rythme des échanges.

Très vite une hausse des revenus et des prix nécessitait des appels de fonds aux banques dont le portefeuille commercial se gonflait rapidement. Pour défendre leur encaisse les instituts d'émission ne manquaient pas d'élever le taux de l'escompte et la baisse des prix succédait à la hausse. Leur indépendance se trouvait donc restreinte entre deux limites qui ne tardèrent pas à s'éloigner l'une de l'autre dans la mesure où se développèrent les procédés de compensation et l'extension du crédit.

C'est dans un pareil milieu économique que s'élaborèrent les principales théories monétaires du XIX^e siècle et l'interprétation quantitative parut longtemps la plus conforme aux faits.

Un des premiers écrivains financiers qui constata qu'il n'y avait pas de rapport nécessaire entre la quantité de monnaie et les fluctuations des prix au cours des périodes d'essor et de dépression fut Tooke qui critiqua sur certains points les déductions de Ricardo. Il y a une foule de circonstances, disait-il, où les mouvements de P sont provoqués par ceux du commerce et de la production et où ils ne sont pas la conséquence d'une émis-

sion de billets. Les périodes d'essor et de dépression dont le rythme caractérise une nation commerciale, n'ont rien à voir avec la masse monétaire en circulation.

Dans beaucoup de cas, c'est la hausse des prix qui détermine l'augmentation du volume des instruments de paiement et ce n'est pas une émission de billets qui provoque la hausse des prix. Par exemple, à la suite d'une mauvaise récolte le public exige une plus grande quantité d'espèces pour faire face à ses dépenses courantes. La demande en est provoquée par la hausse des prix de sorte que la circulation plus abondante en est la conséquence et non la cause (1).

Mais ces controverses n'empêchent pas la théorie quantitative de triompher à la suite des observations auxquelles donna lieu la découverte des mines d'or en Australie et en Californie à partir de 1848. L'afflux des métaux précieux coïncida alors avec une hausse notable des prix, et personne à l'époque ne nia son action (2). Il n'y a que sur le mécanisme de ce mouvement qu'il y eut des opinions divergentes et Newmarch émit l'hypothèse que le point de départ devait en être cherché dans l'augmentation des revenus des chercheurs d'or. Par contre, durant la période de 1873 à 1896, la théorie quantitative parut un peu discréditée, bien que certains auteurs comme MM. Aupetit et Cassel, aient expliqué la baisse continue qui sévit alors par l'insuffisance de l'accroissement des stocks de métal eu égard à l'augmentation de la pro-

(1) M. Rist à son cours.

(2) Levasseur, *La Question de l'Or*, 1858.

duction et du volume des échanges. Enfin, dans les années qui précédèrent la guerre, la découverte des mines d'or du Transwal qui doubla le stock d'or existant entre 1895 et 1914, parut expliquer la hausse des prix qui fut cependant interrompue à un certain moment par la crise de 1907.

Ainsi les théories économiques se trouvèrent dominées au cours du dix-neuvième siècle par le souci légitime d'interpréter les faits positifs observés et de les expliquer au moyen de principes généraux.

L'étude et la confrontation des diverses opinions émises nous conduit à cette remarque que les facteurs quantitatifs ont longtemps paru les plus puissants et même les seuls rendant compte des principales variations dans le niveau des prix.

Mais peu à peu, à l'occasion des crises périodiques marquant l'alternance des cycles de prospérité et de dépression, des anomalies furent constatées qui semblèrent dans une certaine mesure, contredire les hypothèses formulées.

Les uns n'y virent que des circonstances passagères n'infirmit en rien les règles classiques, tandis que d'autres cherchèrent à compléter les anciennes doctrines en admettant l'existence de causes non encore dégagées, capables de modifier le pouvoir d'achat de l'unité monétaire.

En réalité, on vit l'élargissement progressif de la zone d'indétermination des fluctuations de V , provoquer une irrégularité de plus en plus grande des relations entre M et P , chaque phase nouvelle venant modifier les pré-

visions basées sur l'observation des événements antérieurs et ajoutant un élément d'incertitude.

Entre temps, certains pays organisèrent leur système monétaire sur de nouvelles bases et décidèrent de se servir de l'étalon or, non pas comme monnaie courante du pays, mais simplement dans les rapports d'échange avec l'extérieur. C'est ce qu'on appelle le gold exchange standard, dont le but est de stabiliser la valeur métallique sans modifier la circulation intérieure, soit d'argent, soit de papier.

On organisa à cet effet, des caisses de conversion qui fournirent d'une manière permanente aux nationaux débiteurs de l'étranger, les devises or dont ils pouvaient avoir besoin pour effectuer leurs paiements au dehors, et permirent aux nationaux créanciers de l'étranger la conversion de celles qu'ils recevaient en monnaie intérieure.

Peu à peu, les espèces métalliques disparurent complètement de la circulation, ayant été résorbées par l'institut d'émission, et il en résulta une grande économie de numéraire. La banque centrale prit l'habitude de conserver indépendamment de son encaisse métallique, une certaine masse de manœuvre constituée en devises étrangères et qui servit en quelque sorte de garantie supplémentaire touchant la convertibilité des billets émis.

Cette technique qui se développa surtout après la guerre, permit la stabilisation d'un grand nombre de monnaies européennes, transformant complètement les bases du crédit.

Dans un système reposant sur l'étalon or, on peut

apprécier de deux manières la nature de la circulation papier.

Une première interprétation serait de considérer le volume total des instruments de paiement comme formant l'unique élément déterminateur de la quantité de M.

Une autre explication n'envisagerait que la masse métallique théoriquement exigible, mais tiendrait compte du volume de la circulation fiduciaire et des crédits comme étant des facteurs importants d'une meilleure utilisation de l'or, susceptibles de faciliter un accroissement de la vitesse de circulation moyenne des sommes représentant le total de l'encaisse.

En pratique, cette distinction est arbitraire, mais elle montre nettement ce qu'il y a d'artificiel dans le fondement de la notion de convertibilité qui repose sur une fiction juridique et constitue un empêchement d'ordre subjectif à l'accroissement immodéré des moyens de paiement.

Le principe du gold exchange standard permettra souvent aux états d'avoir une politique de crédits moins sévère et de diminuer la base métallique de leur système monétaire.

En effet, il suffira de considérer les devises accumulées comme équivalentes à l'or, qu'il serait possible d'obtenir en contrepartie, et de les ajouter au montant de l'encaisse pour fixer la proportion des réserves aux engagements.

Mais il s'agit là de billets d'un autre état qui ont été eux-mêmes émis selon certaines règles analogues et ne

sont pas de simples certificats d'or, de telle sorte qu'on assistera à une multiplication des crédits, l'unité métallique originaire était le gage d'une monnaie de papier qui viendra à son tour garantir celle d'une autre nation.

Ainsi, malgré le maintien de l'étalon-or, on assistera à une véritable création internationale de possibilités d'émission dérivées.

Si les fluctuations effectives de V ne seront pas en principe modifiées, les variations des revenus seront beaucoup plus larges et la stabilité des prix risquera à chaque instant d'être compromise par un changement de politique d'une banque centrale qui désirerait brusquement réaliser son portefeuille de devises et en arriverait indirectement à pouvoir contrôler le volume des émissions, non seulement à l'intérieur, mais encore à l'étranger.

Enfin, il n'est pas toujours sans danger d'être obligé de délivrer des moyens de paiement en échange de billets, mêmes convertibles, sans pouvoir exiger un versement immédiat en or, car on perd au moins pour un temps, la faculté de régler la circulation et de la maintenir dans un certain rapport avec les besoins réels.

C'est pour obvier à ces inconvénients que la France, au moment de stabilisation de 1928, a adopté un système intermédiaire entre le gold standard et le gold exchange standard connu sous le nom de gold bullion standard.

Sous ce régime, la banque donne des billets contre des lingots d'or et inversement, mais seulement au-delà d'une valeur déterminée.

Il offre sur le gold exchange standard l'avantage d'empêcher l'augmentation continuelle du portefeuille de

devises. Les particuliers étrangers qui désirent encore envoyer des capitaux en France seront, s'ils désirent avoir des francs, obligés d'acheter de l'or dans leur pays pour nous l'envoyer.

On pourra supposer qu'alors, les banques d'émission étrangères seront amenées à élever leur taux d'escompte et empêcheront cet afflux de capitaux vers la France.

En pratique et dans la mesure où la Banque d'émission nationale a accumulé un portefeuille de devises lui restant de la période antérieure, il y a selon l'expression de M. Aftalion, un résidu d'inflation à l'intérieur et à l'extérieur seulement ces deux inflations n'iront plus se grossir mutuellement.

Dans la pratique l'excédent résultant du fonctionnement antérieur du gold exchange standard se résorbera très difficilement et au bilan du 9 janvier 1930, le volume de la circulation fiduciaire en France a atteint le chiffre de 70 milliards contre 58 seulement au moment de la stabilisation légale.

La dissociation entre le capital et la marchandise, ce dédoublement des crédits qui a conduit à la fois à une augmentation de M à l'intérieur et à l'extérieur, et favorisé la constitution récente d'une masse de capitaux flottants, circulant de pays à pays, ne produit pas nécessairement une hausse des prix, mais il en résulte une situation favorable à leur accroissement, les augmentations de l'ensemble des revenus qui peuvent survenir pour des causes diverses, n'étant plus freinées par la pénurie des moyens de paiement, qui autrefois, ne tardait pas à avoir lieu.

On peut donc affirmer qu'il y a quelque chose de changé dans la technique monétaire et que les anciennes conditions du marché qui impliquaient nécessairement une certaine part d'automatisme dans les réactions de P, ont fait place à un ensemble de systèmes infiniment plus souples, mais également plus instables, et qui ne permettent plus aux prévisions de s'exercer avec le même degré de probabilité qu'autrefois.

Gold standard, gold bullion standard, gold exchange standard, sont les trois étapes d'une évolution au terme de laquelle la monnaie a perdu progressivement les principales qualités qui faisaient d'elle une mesure convenable des valeurs. Avec les progrès de la compensation et du crédit et l'indétermination de plus en plus grande des limites de son utilisation, les règles classiques et qui reposaient sur l'observation de faits anciens, apparaissent bien vagues et bien inopérantes. Dans ce domaine, le progrès humain s'est exercé d'une façon quelque peu inquiétante, puisque peu à peu nous avons assisté à la diminution des éléments de sécurité et de stabilité qu'on avait cru trouver dans l'emploi des métaux précieux comme régulateurs des échanges et comme témoins servant de point de repère pour faciliter l'exécution sans contestation des conventions intervenues entre créanciers et débiteurs.

Mais ce lien si lâche qui rattache encore la circulation des billets à l'étalon or, peut se trouver également rompu, et il arrive dans ce cas, que l'on ne puisse plus échanger une certaine somme de monnaie légale pour une certaine quantité de métal dont on pourra disposer librement. Que

cette garantie disparaisse sous forme de suppression du remboursement des billets, ou sous forme d'interdiction de disposer de l'or, peu importe. L'étalon or est abandonné dans les deux cas ! M. Cassel a fait remarquer que pendant la guerre en Angleterre, on n'a point été jusqu'à procéder sous forme de loi pour interdire l'exportation de l'or, mais qu'on a prohibé toute sortie qui paraissait gênante. Au point de vue économique, en pareille occurrence, l'étalon or n'existe plus (1).

La monnaie jusqu'alors convertible, se trouve remplacée par un simple étalon de papier dont la valeur reste d'ailleurs toujours déterminée par sa quantité et la vitesse de circulation. Au début le public s'habitue difficilement au nouvel état de choses et demeurant fermement persuadé que les billets recouvreront un jour ou l'autre leur ancienne valeur il n'admet pas sans répugnance l'idée que la valeur d'une monnaie de papier émise sans limites puisse se déprécier indéfiniment lorsque la circulation en est suffisamment accrue.

Après une première période où la lenteur de l'adaptation et la faible progression des revenus nationaux a tendance à retarder les effets d'une situation anormale, il arrive que sous l'influence du change la vitesse de circulation tende vers un maximum.

En effet, les quantités de numéraire existant dans deux états différents, l'un sous le régime de l'étalon or l'autre sous celui du papier monnaie, ne seront pas l'unique base d'appréciation de leur valeur respective. La

(1) Cassel, *La monnaie après 1914*, page 13 et suivantes.

devise inconvertible se trouvera rapidement la moins désirée, et sous l'influence des variations du revenu et des prévisions le rapport $\frac{M}{R}$ deviendra très petit. A ce moment de nouveaux crédits seront sollicités des banques et il est fort probable que le Gouvernement se verra obligé de créer d'autres billets pour satisfaire aux nécessités des échanges.

Mais cette inflation dérivée provoquera à son tour par un mécanisme psychologique facile à comprendre une nouvelle hausse des changes que suivront de rapides augmentations des revenus et des prix et ce sera le processus inéluctable d'une dépréciation de plus en plus accélérée.

Cependant longtemps encore les prix intérieurs en or demeureront à un niveau très bas grâce à la résistance que V opposera au mouvement par suite de la pénurie effective de moyens de paiements (geld mongel) que provoquera l'insuffisance des balances réelles malgré tous les artifices auxquels on aura recours.

Pendant un certain temps cette rareté accrue des espèces liquides suffira pour empêcher P de s'élever à la parité extérieure malgré la répétition d'émissions désordonnées.

Pour justifier la hausse directe des prix intérieurs sous l'influence du change et des prévisions, l'explication tirée du rythme élevé de V ne suffit plus. La vitesse de circulation a atteint le maximum compatible avec les possibilités des affaires et le développement des procédés de compensations.

La solution de ce problème peut être donnée d'une

façon très simple et repose toute entière sur ce postulat que l'homme préfère en toutes circonstances le produit qui est de meilleure qualité et qui répond le mieux à ses besoins.

Bien que cette proposition semble à première vue prendre le contrepied de la célèbre loi de Gresham elle n'en est que la conséquence nécessaire ou plutôt le complément indispensable.

Thomas Gresham ce financier anglais du XVI^e siècle qui fut Chancelier de la Reine Elisabeth et qui fit construire à Londres la première bourse des marchands formula sa loi dans les termes suivants : « En tout pays où deux monnaies sont en circulation, la mauvaise chasse toujours la bonne. Ce n'était que l'énoncé d'une règle psychologique élémentaire qui trouve son application dans l'exécution de toute obligation alternative puisque dans cette hypothèse le débiteur est libéré par la délivrance d'une des deux choses qui étaient comprises dans l'obligation (art. 1189 du Code Civil).

En vertu d'un principe hédonistique essentiel on donne toujours le moins pour obtenir le plus.

Mais si l'on considère l'intérêt du créancier, il en est tout autrement. Celui-ci cherchera à obtenir le traitement le plus favorable et y contraindra le débiteur toutes les fois que l'Etat n'imposera pas la mauvaise monnaie par un acte arbitraire (1). Lorsque la méfiance dans la devise nationale se sera accentuée pour que s'efface toute considération de légalité, celle-ci finira par ne plus être

(1) Brouihet, *Précis d'Economie Politique*, page 503.

acceptée en paiement et peu à peu se verra supplantée par celle d'un autre état à étalon or. A certaines périodes critiques de grandes quantités de livres et de dollars ont été introduites en Europe Centrale et ont supplanté progressivement dans les transactions la couronne et le mark dont personne ne voulait plus si ce n'est pour de petits échanges au jour le jour..

Les prix ont dès lors marqué une tendance très nette à s'établir à la parité de ces diverses monnaies et même à la dépasser quand les paiements étaient effectués en devises intérieures.

L'impossibilité où l'on se trouvait d'accélérer davantage la vitesse de circulation de la couronne ou du mark n'empêcha plus ces monnaies de constituer à se déprécier puisqu'elles n'étaient plus les seules employées et leur pouvoir d'achat total finit par devenir extrêmement faible.

De tels événements, bien qu'exceptionnels, montrent à quel degré un instrument de paiement peut perdre ses qualités fondamentales lorsque l'opinion générale les lui refuse à la suite d'une longue période de troubles monétaires.

Mais déjà sous le régime du gold exchange standard et même du gold bullion standard, malgré le caractère international de l'étalon or, il devient difficile d'enfermer les variations du revenu et des prix dans des limites étroites. L'accroissement de la vitesse de circulation d'une part et l'extension extrêmement indéterminée des possibilités d'émission de billets d'autre part ne permettent plus d'apprécier le moment précis ou la perte d'inté-

rêt qui résulte de l'abondance des disponibilités suffira pour provoquer une reprise des cours.

On ne saurait davantage fixer le point critique où la gêne des transactions et la raréfaction des crédits devrait produire une réaction dans le sens de la baisse.

Depuis la guerre surtout il semble téméraire d'assigner de pareilles bornes à l'indépendance de P.

M. Gide (1) a très heureusement exprimé par une image hardie ses inquiétudes au sujet de l'étroitesse de plus en plus grande de la base métallique relativement à l'énorme édifice que le crédit et la compensation construisent sur elle. Il compare nos systèmes monétaires actuels à une pyramide grandissante qui reposerait sur le sommet ou à une toupie tournant avec une rapidité vertigineuse sur une pointe immobile. L'équilibre réalisé dans ces conditions devient extrêmement instable, car dès que la toupie cesse de tourner elle tombe. Ce phénomène redoutable toujours à craindre, n'est-il pas analogue à celui connu en aérodynamique sous le nom de perte de vitesse. Une diminution subite dans la vélocité de circulation de la monnaie, un désir plus grand d'encaisse, sous la forme d'un accroissement inaccoutumé de la demande d'or par quelques banques d'émission créditrices suffiront à provoquer une catastrophe.

Le régime du gold exchange standard plus que n'importe quel autre se trouve constamment sous la menace d'une pareille éventualité.

Tant par l'impossibilité de prévoir les variations futu-

(1) *Economie politique*, tome I, page 501.

res des prix que par la difficulté de réaliser rapidement le portefeuille de devises il crée entre les divers pays qui l'ont adopté une solidarité qui si elle peut souvent leur être utile, est capable de les entraîner tous brusquement vers une crise grave. Des déplacements inattendus de métal, le resserrement des crédits qui pourront en être la conséquence conduiront soit à des suspensions de paiement soit à l'abandon de la convertibilité.

L'instabilité de la valeur courante de la monnaie métallique pourra, par incidence, provoquer la chute de tout le système.

Ce n'est pas là un des moindres dangers de l'heure présente où tant d'éléments spéculatifs et psychologiques semblent jouer un rôle malheureusement considérable.

C'est vers la recherche de la stabilisation des prix que doivent se porter actuellement les travaux des économistes. Au degré actuel de son évolution la monnaie semble de plus en plus échapper aux influences quantitatives et surtout à celles qui dépendaient directement de la production des mines d'or.

Est-il néanmoins possible de régulariser son pouvoir d'achat par une technique appropriée en agissant systématiquement sur les conditions de son utilisation. De grands efforts ont été tentés dans ce sens particulièrement aux Etats-Unis et nous serions incomplets si nous négligions d'analyser les divers procédés employés pour régulariser l'instrument des échanges et en faire un étalon des valeurs suffisamment précis.

Pour que ceux-ci puissent être considérés comme satisfaisants, il faudrait que les effets d'une pression

monétaire sur V fussent exactement prévisibles et qu'une expansion ou une contraction des crédits artificiellement provoquée soit capable de déterminer des réactions psychologiques certaines.

C'est à l'examen des diverses solutions proposées que nous consacrerons la troisième partie de cette étude et nous essayerons de déterminer leur efficacité avant d'envisager la fixation de l'unité de valeur par une méthode différente reposant sur des bases purement juridiques.



TROISIÈME PARTIE

Les théories monétaires et le choix de l'étalon de valeur

CHAPITRE I

LA MONNAIE DIRIGÉE COROLLAIRE DE LA THÉORIE QUANTITATIVE

Pendant très longtemps les banques d'émission se sont contentées de veiller au maintien de la parité or des billets en circulation en conservant des réserves suffisantes pour que la convertibilité ne soit jamais compromise. Le problème de la stabilisation des prix ne se présentait pas avant la guerre avec autant d'acuité qu'aujourd'hui et l'on estimait alors que le pouvoir d'achat de la monnaie métallique était assez constant pour qu'il ne soit pas nécessaire d'intervenir afin d'éviter les fluctuations de sa valeur courante.

Nous nous proposons donc de distinguer les efforts tendant à obtenir uniquement la stabilité de la valeur métallique de ceux ayant pour but la régularisation du niveau des prix.

Sous un régime de convertibilité les banques risquent toujours d'avoir à rembourser en or une grande quantité de leurs billets toutes les fois qu'il devient indispensable d'effectuer de gros paiements à l'étranger. Comme ceux-ci ne pourront être faits en papier mais seulement en numéraire, si le créancier y a intérêt ou simplement si telle est sa volonté, le moment viendra où l'institut d'émission se verra contraint de rembourser les billets en espèce. Cette situation qui peut devenir inquiétante lorsque l'encaisse n'est pas considérable se révèle lorsque le cours du change s'élève au point critique qu'on a coutume d'appeler le gold point. Même sans en arriver là, l'accroissement du portefeuille, lorsqu'il coïncide avec une diminution de la réserve métallique est un indice symptomatique. Clément Juglar à la fin du siècle dernier avait cru découvrir une loi permettant de prévoir les crises économiques au moyen de l'observation de deux courbes, l'une indiquant le montant des effets escomptés, l'autre celui de l'encaisse. Cet auteur estimait la crise menaçante toutes les fois que les courbes précitées devenaient rapidement divergentes et la reprise probable dès qu'elles tendaient à se rapprocher.

En réalité, ces graphiques qui donnaient avec netteté une représentation du rapport existant entre la réserve métallique et le volume de la circulation permettaient seulement de prévoir l'approche du moment où la banque centrale se trouverait dans la nécessité de recourir à des mesures de défense. Celles-ci paraissaient devoir s'imposer dans deux hypothèses, diminution trop importante de la réserve ou augmentation excessive des crédits.

Si ces deux facteurs agissaient en même temps, la nécessité d'une intervention n'en devenait que plus pressante.

Cependant, il arriva souvent que dans les périodes de dépression, la reprise se soit longtemps fait attendre malgré la situation très forte de l'institut d'émission.

Le danger ainsi constaté la banque ne manquait pas d'élever le taux de son escompte afin de parer à l'éventualité de remboursements trop massifs. Cette mesure combinée avec la diminution des facilités accordées pour l'acceptation des traites présentées à l'escompte ne tardait pas à se montrer efficace.

La première conséquence de cette décision était une dépréciation immédiate de tout le papier de commerce, ce qui provoquait des demandes de la part de certains banquiers arbitragistes.

En même temps on assistait à la baisse de l'ensemble des valeurs mobilières cotées à la Bourse, celles-ci étant employées souvent par les négociants pour se procurer des disponibilités dans les périodes de resserrement des crédits. Mais cette baisse lorsqu'elle est suivie d'achats de capitalistes étrangers rend la place d'où émanent les offres créancière pour le montant des titres vendus.

En dernier lieu si la crise était suffisamment sévère, et l'élévation du taux de l'escompte assez prolongée, on assistait à la dépréciation de toutes les marchandises qui devait d'après les théories classiques avoir pour conséquence certaine l'augmentation des exportations et le rétablissement automatique de l'équilibre de la balance des comptes.

En résumé c'est la rareté artificielle de monnaie créée

par la hausse du taux de l'escompte qui provoquait une baisse de toutes les valeurs et par réaction des demandes de l'étranger suivies d'envoi de métal.

La rigueur de ce mécanisme n'a guère été discutée au cours du XIX^e siècle.

En effet, les banques ne choisissaient pas arbitrairement l'instant de leur intervention.

Si les demandes de crédit devenaient trop pressantes, c'est que le niveau des prix avait atteint le point critique ou le rapport $\frac{M}{R}$ commençait à se trouver trop faible ; en d'autres termes la vitesse de circulation ayant atteint le maximum compatible avec l'aisance des trésoreries particulières, les appels de fonds du public tendaient à augmenter le volume des traites présentées à l'escompte.

Il suffisait alors que la proportion existant entre le montant de l'encaisse et celui de la circulation ne permette plus à l'institut d'émission d'accorder de nouveaux crédits pour qu'une crise éclate, les prix n'étant plus susceptibles de se maintenir à un niveau si élevé.

Ainsi la hausse du taux de l'escompte arrivait à un moment propice et devait inéluctablement produire son effet.

On a pu d'ailleurs, remarquer que l'intensité de cette action était différente selon les époques et selon les pays.

La réaction était d'autant plus violente, qu'il y avait tension monétaire plus accentuée dans les autres états. Quelquefois l'équilibre se rétablissait rapidement grâce aux apports de capitaux provenant de l'extérieur, mais parfois aussi, le mouvement de baisse des prix était

général, et on voyait se produire une crise cyclique avec tous les phénomènes caractéristiques du passage de la période d'activité à la période de dépression.

L'influence du taux de l'escompte était également plus faible dans certains pays que dans d'autres.

En France où les disponibilités se trouvaient presque toujours supérieures aux besoins, la vitesse de circulation n'arrivait presque jamais à s'accélérer au point de gêner sérieusement les transactions, de sorte que la politique des crédits y avait une action moins brutale.

L'Angleterre au contraire où l'on s'efforce d'économiser le numéraire à l'extrême limite, s'est toujours montrée plus sensible aux variations du taux de l'escompte. Celui-ci a été en moyenne dans les 30 dernières années qui précèdent la guerre, modifié quatre fois plus souvent que le nôtre.

Les expériences récentes ont un peu affaibli cette foi, justifiée par les événements écoulés dans la régularité d'un tel processus.

Déjà on avait remarqué que pendant les périodes de dépression, l'abondance des disponibilités ne suffisait pas à provoquer immédiatement une reprise des affaires. En effet, la perte d'intérêt qui est l'unique inconvénient d'une trésorerie trop abondante, ne devient sensible que progressivement et, tant que subsistera la croyance en une continuation de la baisse des prix, le public préférera conserver par devers lui des fonds improductifs, plutôt que d'acheter des marchandises, dont il prévoit la dépréciation.

Il faudra souvent longtemps pour que se modifie la

tendance et que les capitaux flottants se dirigent à nouveau vers des placements rémunérateurs.

En outre, depuis l'introduction qui s'est généralisée du régime du gold exchange standard et surtout depuis la multiplication des comptes de dépôts qui a été parallèle à une extension croissante du marché des valeurs mobilières, les anciennes conditions d'équilibre de M et de P, se sont trouvées modifiées.

Par suite de la plus grande élasticité des crédits et de la vitesse de circulation, la zone d'indétermination des prix s'est considérablement élargie.

Maintenant, une élévation du taux de l'escompte ne se produit plus fatalement à un moment critique où elle sera nécessairement efficace. D'autres facteurs peuvent également intervenir qui gêneront la politique des banques centrales.

Par exemple, la diminution de la couverture or sera peut-être uniquement due à des retraits spéculatifs sans changement de la balance des comptes. Une méfiance purement psychologique dans la monnaie nationale pourra suffire à rendre la convertibilité précaire si les particuliers veulent en trop grand nombre, échanger leurs billets contre de l'or, ou acheter des devises étrangères qu'ils thésauriseront.

Soit qu'il s'agisse d'augmenter la couverture or, soit qu'on veuille stimuler les échanges, le mécanisme de l'escompte est devenu infiniment moins précis qu'auparavant. Il y a une telle interpénétration entre les différents marchés mondiaux de capitaux, que les migrations d'espèces précèdent souvent les mesures envisagées au

lieu d'en être la suite nécessaire. Les prévisions devenues collectives avancent ou retardent l'apparition des certains phénomènes économiques, les neutralisent ou les accentuent. L'accoutumance joue un grand rôle en pareille matière ; les répercussions des fluctuations du taux de l'escompte sont devenues infiniment plus complexes et l'application des méthodes classiques a fréquemment déçu dans les dernières années ceux qui croyaient le plus en leur toute puissance (1).

Ainsi la valeur métallique de l'unité monétaire s'est dissociée de plus en plus de sa valeur courante, et le niveau des prix, malgré le maintien de l'étalon or est devenu sujet à des variations souvent considérables.

Une politique s'inspirant de considérations nouvelles ne devait pas tarder à s'imposer sous l'initiative du federal reserve board.

Elle n'avait plus pour but de maintenir la convertibilité menacée, mais d'éviter une expansion des crédits, une inflation ne devant pas toujours compromettre la stabilité monétaire. On se rendit compte qu'une monnaie saine n'était pas nécessairement une monnaie métallique, mais une monnaie dont le pouvoir d'achat demeurerait constant.

Cette préoccupation était différente de celles qui avaient inspiré avant la guerre les grands instituts d'émission. Elle était originale et légitime dans ses intentions,

(1) Nous ne voulons pas dire qu'il faille renoncer à la politique du taux de l'escompte car en période normale un intérêt élevé attire toujours les capitaux flottants, mais nous pensons qu'il est très difficile d'apprécier l'intensité probable des réactions du marché monétaire.

mais il fallait créer une technique nouvelle pour arriver à des résultats positifs. C'est à la technique quantitative que l'on demanda de fournir les moyens permettant un contrôle efficace des prix, et une méthode fut instaurée aux Etats-Unis, connue maintenant des économistes sous le nom de théorie de la monnaie dirigée.

Cette question avait été agitée au cours de plusieurs conférences internationales qui suivirent la crise de 1920 et à Gênes en 1922, les représentants de plus de trente nations adoptèrent une résolution en faveur de la stabilisation des prix, indiquant les moyens qui paraissaient devoir être les plus efficaces. Toutefois, on se borna à préconiser une collaboration plus étroite entre les banques centrales ainsi que l'élaboration d'une convention internationale, aux fins de coordonner les demandes d'or et d'empêcher les larges fluctuations de sa valeur résultant de la concurrence des états désireux de se procurer des réserves métalliques.

Dans le même ordre d'idée, le système de réserve fédérale s'efforça d'inaugurer une nouvelle politique destinée à remplacer les interventions traditionnelles qui consistaient à laisser le pouvoir d'achat de l'instrument des paiements se modifier au gré des événements.

La principale difficulté de cette nouvelle tactique consistait dans ce fait que les interventions ne se produiraient plus automatiquement à ce moment propice où la vitesse de circulation tendrait vers un maximum, mais qu'on se proposait d'agir aussitôt que la stabilité des prix semblerait compromise.

Or, il n'y a aucun lien nécessaire entre les variations

de l'encaisse métallique par rapport aux engagements et celles de l'indice.

Ainsi les autorités pourraient souvent se trouver dans la nécessité de tenter une action dans des cas où le besoin de maintenir la réserve d'or ne se ferait pas sentir, c'est-à-dire pratiquement alors que les prix évolueraient encore dans les limites de la zone d'indétermination.

Pour réaliser un pareil projet, il s'avérerait qu'une modification du taux de l'escompte ne serait pas toujours une arme assez efficace pour influencer nécessairement le marché monétaire et provoquer un changement des prix.

Les banques d'émission américaines ne tardèrent pas à avoir recours à un autre procédé qui, se conjuguant avec le précédent, devait contribuer à augmenter ou diminuer la masse des disponibilités.

En 1923, qui fut une année de reprise des affaires, les établissements de réserve Fédérale se trouvaient à la tête d'un important portefeuille de titres. Pour éviter un essor commercial trop rapide, elles revendirent sur le marché financier les valeurs précédemment acquises. Le public qui les leur achetait fut ainsi conduit à retirer ses dépôts des banques affiliées, lesquelles se virent à leur tour dans la nécessité de s'adresser aux banques fédérale et de subir éventuellement un taux d'escompte majoré.

Par ce double procédé, variations du taux de l'escompte d'une part, ventes et achats de titres sur le marché d'autre part, les federal reserve banks espéraient s'assurer la maîtrise de l'indice des marchandises et maintenir d'une façon permanente la stabilité de P. M. Aftalion, remar-

que qu'effectivement depuis 1922, il n'y a pas eu de très fortes fluctuations de prix aux Etats-Unis, et qu'entre 1925 et 1927, on a pu constater une certaine corrélation entre ceux-ci et les interventions des banques fédérales. Mais dès 1928, la politique du taux de l'escompte n'a pas empêché des mouvements différents de ceux envisagés.

En effet, l'élévation du taux de l'escompte en 1928 n'a pas déterminé de baisse. Au contraire, le niveau élevé du call money ayant attiré une partie des capitaux flottants européens, le boom des valeurs mobilières s'est poursuivi jusqu'au mois de septembre provoquant des importations d'or à la suite desquelles la convertibilité de la livre sterling parut un moment compromise. Des difficultés financières en Europe semblèrent être sur le point de départ d'une crise boursière sévère qui atteignit les Etats-Unis au mois de novembre et provoqua à New-York une brève panique, au cours de laquelle l'ensemble des titres cotés baissèrent de plus de 40 %. Si les prix des principales marchandises ont été jusqu'ici moins affectés, il n'en est pas moins vrai que les événements des derniers mois ont créé un sentiment de malaise, que les mesures prises et la baisse du taux de l'escompte n'ont pas encore totalement dissipé.

Nous avons dit que le principe de la monnaie dirigée reposait sur la théorie quantitative, c'est-à-dire que les autorités se bornaient à retirer de la circulation une partie des disponibilités existantes, tout en gênant leur accroissement lorsqu'elles craignaient un gonflement de P. A l'inverse, pour provoquer une reprise, on augmente artificiellement leur volume et l'on encourage les appels

au crédit. En réalité, on applique d'une façon plus large et avec des moyens plus puissants, les procédés classiques déjà éprouvés pour la défense de l'encaisse.

Mais comme P se trouve alors le plus souvent compris dans cette zone d'indétermination qui, nous l'avons indiqué, tend à s'élargir de plus en plus, il devient indispensable que si M diminue quelque peu une accélération compensatrice de V ne vienne neutraliser les effets de cette politique. Il est à craindre également que des masses flottantes de disponibilités provenant de l'étranger ne soient rapidement attirées, au point de venir remplacer les crédits annulés et même augmenter en fin de compte le montant global des sommes à la disposition du marché.

Deux conditions paraissent donc nécessaires pour que la direction des crédits soit vraiment efficace, qui sont :

- 1° L'absence d'une réaction de V en sens contraire ;
- 2° L'absence d'un appoint durable de capitaux provenant de l'extérieur.

Nous avons déjà exposé que dans la zone d'indétermination, les influences qui régissent V sont essentiellement psychologiques, et doivent être distinguées des réactions résultant de la quantité de monnaie ou du volume des crédits. Personne ne conteste l'extrême subtilité d'éléments de cette nature, mais beaucoup d'économistes prétendent que la difficulté de formuler des lois s'appliquant à des réactions d'ordre subjectif, n'est pas insurmontable.

MM. Rueff et Georges Edgar Bonnet (1) notamment, sont d'avis que si une réaction individuelle est difficilement prévisible, il n'en serait pas de même de la résultante d'une grande quantité de réactions individuelles, constituant la réaction collective. Il n'y aurait pas d'économie politique de l'individu ni de thermodynamique de la molécule, mais une économie politique des masses sociales de même qu'il y a une thermodynamique d'un système moléculaire.

Ainsi, les méthodes américaines seraient susceptibles, utilisées avec un peu de souplesse, d'agir sur les influences psychologiques collectives régissant V et V¹.

Nous devons formuler les plus expresses réserves sur cette interprétation par trop optimiste des données de la science. Il nous semble au contraire, que les réactions des individus sont souvent plus déterminables si on connaît leur tempérament, que celles d'une foule. Il n'y a pas de loi des grands nombres qui permette d'additionner les reflexes sociaux des particuliers et d'en faire la moyenne afin d'établir une base statistique d'appréciation. Au contraire, dès qu'il s'agit d'évaluer les reflexes d'une multitude, il apparaît que ceux-ci forment une combinaison nouvelle où l'on ne retrouve plus les éléments primitifs qui ont contribué à sa formation.

L'état psychologique d'une masse d'hommes est infiniment délicat à analyser et lorsqu'on essaie de prévoir ses variations, il y a toujours un facteur incontrôlable

(1) Georges-Edgar Bonnet, *Les expériences monétaires contemporaines*, A. Colin, 1929, page 149.

qui est la mesure de l'intensité probable de la répercussion d'un événement quelconque.

On pourrait supposer que la cause en réside dans l'extrême irrégularité avec laquelle le milieu social réagit à une influence d'ordre purement interne. Certes, d'éminents financiers ont estimé qu'avec des moyens appropriés il était possible de créer une disposition psychologique et même de prévoir les conséquences de certaines manœuvres techniques en mettant en œuvre les ressources diverses qu'offrent les procédés de la publicité moderne joints à une pression habile des pouvoirs publics.

Mais il serait téméraire d'affirmer que dans ce domaine les mêmes causes produisent toujours les mêmes effets.

Les réactions collectives provoquées par un même agent vont tantôt s'aggravant tantôt s'atténuant avec une brutalité souvent déconcertante.

La détermination d'un état de réceptivité sociale est un mystère presque absolu car il se produit souvent un lent travail de cristallisation autour d'une idée ou d'un sentiment dont les résultats apparaissent à l'improviste.

De même que notre organisme secrète des antitoxines pour résister à l'invasion de certains microbes, tout se passe dans les foules comme si elles étaient capables d'organiser leur défense contre certaines impulsions.

Surprises au début par un événement quelconque, elles s'y accoutument peu à peu lorsqu'il se trouve répété trop souvent et soudain nous assistons à une réaction en sens contraire. Les prévisions ne semblent pouvoir

s'exercer que si elles sont le fait d'une minorité et comportent une part de surprise. Devenues vérité commune elles perdent toute valeur et finissent par se trouver démenties à la suite de l'adaptation de la masse sociale.

Nous ne pouvons dans un ouvrage consacré uniquement à la monnaie développer davantage une matière aussi considérable et encore trop peu étudiée, mais l'observation des faits nous montre qu'il y a quelque présomption à croire qu'on peut se rendre maître des facteurs internes déterminant la vitesse de circulation de la monnaie.

Maintenant que celle-ci a progressivement acquis une indépendance de plus en plus grande, la direction des prix est devenue de plus en plus aléatoire. Aux phénomènes antérieurs caractérisés par l'alternance de périodes de dépression et de prospérité ont succédé des cycles moins précis et plus heurtés.

Les courbes des valeurs mobilières des grandes matières premières et de l'ensemble des marchandises ne sont plus directement dépendantes les unes des autres, et la première surtout est particulièrement instable. D'un pays à l'autre, les conditions générales du marché ont tendance à différer sensiblement. Des variations considérables de revenus se suivent en hausse et en baisse sans liaison apparente. Les prix paraissent en quelque sorte affranchis de la tutelle des facteurs monétaires. On ne peut donc prétendre que l'instrument des paiements puisse être dirigé d'une manière certaine. Il n'y a même pas d'unité dans la politique des différents instituts d'émission dont les initiatives sont souvent contradic-

toires. La sécurité des échanges est loin d'être assurée et les risques inhérents à la rupture d'équilibre toujours à craindre sous le régime du gold exchange standard dans une des nations ayant adopté ce système vient encore augmenter les raisons d'inquiétude.

D'ailleurs l'adoption quasi universelle de l'étalon or n'est pas faite pour simplifier une pareille solution. Le contrôle du crédit et le souci de défendre la réserve métallique sont deux préoccupations d'un ordre différent qui risquent de se contrarier mutuellement.

Pour pouvoir diriger la monnaie, il faut disposer d'une proportion d'or suffisante pour ne pas dépasser les limites habituelles de création de billets et de dépôts et pouvoir réglementer facilement le volume de la circulation. Il faudrait donc en outre si ces méthodes étaient vraiment efficaces les compléter en rendant également élastique l'étalon or lui-même.

Le professeur Lehfeldt a proposé d'établir un contrôle international des mines d'or par la société des nations. Une commission serait instituée sous les ordres de laquelle fonctionnerait un bureau scientifique et un bureau administratif. Elle aurait pour tâche de continger la production des mines en temps de hausse et de stimuler l'exploitation en période de baisse par un système complexe de primes, combiné avec la concentration des principales sociétés. Enfin, des mesures plus étendues pourraient être prises touchant au pourcentage de l'or garantissant les papiers monnaies.

Nous demeurons sceptiques quant aux résultats pratiques d'un pareil plan qui demanderait pour sa réali-

sation une entente difficile à réaliser entre les grandes puissances d'un part et les propriétaires de mines d'autre part.

L'action d'une semblable politique serait d'ailleurs trop lente pour pouvoir contrecarrer efficacement les violentes perturbations que d'autres causes plus immédiates apportent à l'équilibre des échanges.

Le problème de la direction de la monnaie ne paraît donc pas à l'heure actuelle susceptible de recevoir des solutions suffisamment certaines, car les moyens employés laissent encore une trop grande part au hasard et aux facteurs uniquement psychologiques.

On peut également apparenter à la théorie quantitative les méthodes qui prétendent fixer le pouvoir d'achat de l'instrument des paiements par des changements périodiques dans le poids de métal fin contenu dans l'unité monétaire ; et nous nous proposons maintenant d'en indiquer les caractères essentiels.

CHAPITRE II

L'ETALON MONETAIRE VARIABLE

(Théories de Fisher et de Keynes).

Pour stabiliser la valeur courante de la monnaie, certains économistes ont pensé qu'il suffirait de faire varier périodiquement sa valeur métallique afin de corriger ainsi les fluctuations du pouvoir d'achat de l'or.

Irving Fisher dans un ouvrage paru en 1913 sous le titre de *Stabilising the dollar* a élaboré la théorie du dollar marchandise.

Puisque celui-ci n'est qu'une unité de poids représentant un vingtième d'once d'or, il suffira pour passer à la conception d'une unité de valeur de fixer périodiquement la quantité de métal nécessaire pour se procurer une certaine masse de marchandises sélectionnées (un panier de marché selon la pittoresque expression de l'auteur). Cette somme de produits vaudra toujours un dollar et ce qui variera ce ne sera plus le contenu du panier mais son équivalent métallique.

Le rôle d'intermédiaire entre les échanges sera dévolu à un dollar en papier dont la parité sera fonction de

l'indice général des prix (1). Ainsi sera créé un véritable étalon de pouvoir d'achat grâce à une réforme en apparence assez simple.

Quatre mesures principales étaient envisagées pour rendre pratique l'application du nouveau système.

1° Abolition des monnaies métalliques circulant à l'intérieur, celles-ci devant être converties en certificats de métal or qui ne devrait plus exister que sous la forme de barres ou de lingots conservés dans les caves du Gouvernement.

2° Maintien d'une réserve de 100 % correspondant aux dits certificats en respectant le principe de la liberté des achats et des ventes de lingots.

3° Détermination d'un index number officiel.

4° Correction du poids du dollar selon les variations de cet index en imposant une petite taxe de brassage pour décourager la spéculation au jour le jour.

L'essentiel du projet réside évidemment dans l'adaptation du poids du dollar au nombre indice et son originalité tient à cette particularité de voir déterminée de manière empirique la quantité d'or correspondant à un pouvoir d'achat donné en partant de cette idée qu'il est toujours possible d'arriver à une équivalence entre la valeur d'une masse quelconque de marchandises et celle d'une certaine quantité de monnaie métallique à déterminer.

Une proposition de loi Goldsborough fut déposée aux Etats-Unis en 1923 et vint même en discussion à la

(1) Consulter Filipi. *La Stabilisation des prix*. Thèse Paris, 1929.

deuxième session du 67^e congrès. Elle prévoyait que le 8 janvier 1924 à trois heures du matin le dollar cesserait d'être une quantité constante d'or à pouvoir d'achat variable pour devenir une quantité arbitraire en lingots à pouvoir d'achat approximativement constant. Des corrections devaient avoir lieu tous les deux mois sur la base d'un indice comprenant 75 à 125 produits, chaque changement de la valeur du dollar ne pouvant pas dépasser 1 % montant de la taxe de brassage.

Malgré son aspect séduisant, de nombreuses critiques peuvent être adressées au système du dollar marchandise.

La stabilité obtenue par lui si elle se réalisait ne serait obtenue que par à coups, un correctif discontinu étant opposé à des causes continues de variations.

Si les mesures envisagées prétendent maintenir intacte une réserve de 100 % une augmentation de pouvoir d'achat de l'or exigera la création de nouveaux billets, et une diminution rendra nécessaire le retrait d'une certaine quantité de certificats. Ce sera donc par l'influence combinée du change et du volume de la circulation que la méthode proposée pourra avoir quelque efficacité.

Dans cette hypothèse que Fisher appelle celle de *la réserve définie* outre les difficultés inhérentes à la mise en œuvre du système qui nécessite à son point de départ la possession de stocks métalliques considérables, on ne peut être certain que le crédit se trouvera automatiquement réglé par la politique de l'institut d'émission et que le montant des dépôts s'adaptera à ces divers mouvements. De plus, l'influence de la vitesse de circulation

ne manquera pas de se faire sentir et nous savons que souvent ses réactions ont tendance à neutraliser celles des autres facteurs. La stabilité des prix ne sera donc pas garantie malgré toutes les précautions prises et les variations continuelles du change risqueront plutôt d'aggraver leur instabilité.

Si, au contraire, on laisse à la réserve une valeur variable, (hypothèse que Fisher appelle *alternative de la réserve indéfinie* le nombre de billets en circulation devra demeurer constant.

Dans ce cas, il n'est pas certain que le pouvoir d'achat de chacun d'eux soit augmenté par une addition de métal. Malgré l'action psychologique incontestable qu'exerce encore l'attraction de l'or, il sera difficile de contrôler l'influence exercée par les modifications de poids du dollar sur le niveau général des prix. Celle-ci pourra tantôt se révéler insignifiante et tantôt être si profonde que le but recherché sera dépassé. De toutes façons il ne saurait être question d'une relation mathématique entre les corrections du dollar et son pouvoir d'achat.

Là encore l'instabilité des changes viendrait nuire à la stabilité des prix et le commerce extérieur se trouverait paralysé par l'incertitude gênante des fluctuations de la valeur métallique de la monnaie. Des échanges inopportuns de certificats d'or auront peut-être aussi pour conséquence d'affaiblir l'encaisse de la banque centrale qui pourra se trouver à un moment donné gênée pour assurer la convertibilité. Enfin la vitesse de circulation sera comme dans la première alternative susceptible

de variations autonomes qui ne feront qu'accroître les causes de fluctuations dans le pouvoir d'achat du dollar soi-disant compensé.

Il semble donc que la valeur de la monnaie ne puisse être régularisée par cette méthode qui malgré son automatisme apparent et son réel intérêt théorique présente des inconvénients tels qu'on peut la considérer comme impraticable.

Keynes entend lui aussi transformer les modalités de la circulation mais il procède autrement qu'Irving Fisher et abandonne délibérément l'usage de l'or.

Seule la circulation qui se contracte ou se dilate paraît à ses yeux capable de provoquer une stabilité effective des prix. La stabilité apparente que donne l'once d'or achetée à un prix déterminé par la banque d'Angleterre est purement illusoire. Il faut complètement dissocier la valeur courante de la valeur métallique pour ne s'inquiéter que du volume des instruments de crédit.

Si d'autres états persistaient à conserver l'étalon or, on devrait malgré tout préférer la stabilité intérieure à la stabilité extérieure.

Toutes ces idées ne sont pas très nouvelles, mais Keynes semble préconiser bien qu'il ne s'explique pas nettement à ce sujet l'établissement définitif d'un étalon papier universel.

En pareil cas, les anciennes complications touchant le maintien de la convertibilité pourraient disparaître et il ne serait plus nécessaire de sacrifier des sommes considérables à l'exploitation des mines.

On peut objecter qu'une pareille expérience ne semble pas devoir être tentée dans un avenir prochain et qu'en réalité on se trouverait en présence de nombreuses difficultés.

En effet, si les nouveaux billets devaient être émis par un organisme international comme la Société des Nations par exemple, il faudrait procéder à leur répartition entre des états ayant des besoins différents, et il serait malaisé à ceux-ci de pouvoir octroyer des crédits sans créer une monnaie fiduciaire intérieure. Le problème de la convertibilité risquerait de se trouver posé à nouveau, aggravé par la disparition d'une base métallique ayant le mérite d'avoir une influence modératrice.

Sur les autres points, les méthodes recommandées par Keynes ne diffèrent pas sensiblement de celles que nous avons étudiées dans le chapitre consacré à la monnaie dirigée. Cet auteur semble convaincu de la possibilité de régler le niveau des prix en agissant sur la quantité de moyens de paiement. On peut donc le considérer en fait comme un partisan de la théorie quantitative bien que les termes nouveaux dans lesquels il pose son équation aient porté le débat sur un terrain souvent favorable à ses adversaires eux-mêmes puisque le retard naturel apporté par les particuliers à ajuster leurs balances réelles aux conditions créées par les changements de prix trouve une explication dans son interprétation (1).

(1) Par l'importance que nous attribuons à la notion de balances réelles, notre conception de la monnaie se rapproche sur certains points de celle de Keynes et de Hawtrey.

Ce qui nous sépare de ces auteurs, c'est l'importance excessive

En définitive, nous n'adoptons ni le système d'Irving Fisher, ni celui de Keynes, parce que l'un et l'autre paraissent pratiquement irréalisables.

Les résultats acquis par le contrôle des crédits aux Etats-Unis semblent au premier abord plus encourageants mais ils sont loin d'être concluants et au point de vue doctrinal nous ne croyons pas qu'il soit possible de les considérer comme définitifs.

C'est donc vers une solution différente du problème que nous devons incliner nos recherches en renonçant cette fois à ajuster en bloc la valeur du numéraire à celle des marchandises. Les inconvénients inhérents aux variations du pouvoir d'achat de l'instrument des paie-

qu'ils attachent aux facteurs purement quantitatifs. Nous avons indiqué que le rapport $\frac{m}{R}$ était susceptible de varier activement sous l'influence des éléments monétaires et passivement sous l'impulsion des variations du revenu. Nous considérons $\frac{m}{R}$ comme extrêmement sensible aux influences psychologiques et il existe de ce chef une zone très large d'indétermination des prix.

Cette remarquable passivité des balances réelles permet aux mobiles subjectifs de jouer un rôle prépondérant surtout à l'époque présente.

Par cette brèche dans la théorie quantitative dont Keynes et Hawtrey ont méconnu l'étendue, on peut, sans contradiction de principe, expliquer l'action décisive des éléments internes dans les phénomènes contemporains et tenter la synthèse des points de vue opposés qui paraissaient jusqu'ici inconciliables. La doctrine psychologique nous semble d'ailleurs la plus conforme à l'évolution actuelle de la technique monétaire. Sur Keynes, consulter Aftalion, *Monnaie, prix et change*, p. 142 et suiv. V. Lazard, *Politique et théories anglaises d'après-guerre*. Sirey. 1927.

ments ne seraient-ils par atténués dans une large mesure si un élément de sécurité était introduit dans les placements en adoptant une unité de compte capable d'éviter aux individus le dommage résultant de l'instabilité du pouvoir d'achat de la monnaie.

CHAPITRE III

LA MONNAIE CORRIGEE PAR LES INDICES

ETALON TABULAIRE DE VALEUR

Devons-nous accepter comme un mal inévitable l'instabilité de l'instrument des échanges comme nous acceptons les tremblements de terre et les perturbations atmosphériques. N'est-il pas possible d'atténuer, par des mesures appropriées les conséquences qui résultent de l'indétermination de plus en plus grande des fluctuations probables du pouvoir d'achat de l'étalon monétaire.

Puisque le dollar, le franc ou toute autre unité de compte de même nature n'ont pas une valeur courante constante, il sera facile de constater les variations moyennes intervenues pendant une période donnée en consultant les nombres indices qui présentent en pourcentage les modifications intervenues dans les prix d'un certain nombre de marchandises-types.

La monnaie, malgré ses particularités n'est qu'une marchandise individuelle, qu'il est très difficile de maintenir dans une relation constante avec toutes les autres, mais il serait indifférent que le niveau de P ou plus jus-

tement l'échelle des prix vienne à varier si les rapports des prix individuels entre eux ne s'en trouvaient point altérés.

En équité, toute somme payée pour la libération d'une dette devrait être le produit d'un prix idéal multiplié par un coefficient dépendant de la valeur de la monnaie.

Faire dépendre ce coefficient uniquement de la valeur métallique n'assure qu'une protection insuffisante surtout pour les contrats à longue échéance.

Il en serait de même si un prêteur recherchait une autre marchandise préférable à l'or pour le paiement de sa créance ainsi que l'avaient déjà fait les fondateurs de certains collèges d'Oxford, lesquels avaient stipulé que le loyer des terres concédées seraient réglés non en monnaie mais en engrais, ou comme le sieur David Sears de Boston qui loua à Uriah Cutting pour une durée de mille ans à compter du 1^{er} décembre 1817 un terrain bien situé dans la ville moyennant un loyer annuel de dix tonnes de fer (1).

Le premier exemple de contrats régis par un nombre indice date vraisemblablement de 1747 époque où la colonie de la baie de Massachussetts vota une loi créant un étalon tabulaire pour fixer le taux de remboursement des emprunts publics. En 1780, le même état fit une loi concernant le paiement de certains de ses bons d'après les modalités suivantes : « Le principal et l'intérêt devaient être réglés en monnaie légale en quantité variable

(1) Irving Fisher, *L'Illusion de la monnaie stable*, page 94 et suiv.

selon les changements des prix courants de 5 boisseaux de maïs, 60 livres de bœuf, 10 livres de laine de mouton et 16 livres de cuir à semelles par rapport à un montant initial de 130 livres.

En 1822, Joseph Lowe fait paraître un ouvrage sur « l'état présent de l'Angleterre relativement à l'agriculture, au commerce et aux finances » dans lequel il construit une sorte d'indice de la consommation moyenne d'une famille qu'il nomme table de référence et s'efforce de déterminer les modifications pouvant être apportées à un contrat libellé en monnaie pour que la somme d'argent stipulée conserve toujours le même pouvoir d'achat.

En 1833, M. Poulett Scrope dans une brochure intitulée « Examen de la question des statuts de la banque avec une étude sur la nature d'un bon étalon de valeur » proposait de constituer un étalon en prenant la moyenne de prix d'un ensemble de marchandises pour corriger les variations de la monnaie légale.

M. G.-R. Porter a exposé le même système en 1838 dans son ouvrage « Les progrès des nations » et établit un tableau montrant les fluctuations moyennes de 50 marchandises de mois en mois entre 1833 et 1837.

Enfin en 1865, Stanley Jevons appelant l'attention de ses lecteurs sur l'instabilité de la valeur de l'or a attaché son nom au principe de l'étalon tabulaire (tabular Standard) qu'il préconisa dans son livre : La monnaie et le mécanisme des échanges pour remplacer l'étalon métallique trop variable.

Les perturbations provoquées par la guerre ne firent qu'accroître l'intérêt que pouvaient présenter les nombres

indices et malgré la résistance des gouvernements, l'étalon tabulaire trouva alors pour la première fois dans l'histoire un large champ d'application. Ce fut surtout aux Etats-Unis que le coût de la vie devint un facteur essentiel pour la fixation des salaires. Des systèmes impliquant l'indice de cherté des moyens d'existence ont été adoptés par beaucoup d'employeurs qui ont admis le principe de l'échelle mobile des salaires. D'après Irving Fisher en ne tenant compte que des seules industries pour lesquelles des précisions existent, il y aurait déjà plus de 5 millions de travailleurs et employés dont la rémunération est fonction de ces ajustements périodiques. Etendant l'application de ce système au domaine des contrats de prêt, la compagnie Rand Kordex a récemment émis une obligation stabilisée en déclarant qu'elle avait l'intention de fournir à ses débiteurs un revenu plus constant en pouvoir d'achat en tenant compte dans le paiement des intérêts de la valeur croissante et décroissante des marchandises.

En Europe pendant toute la période où les monnaies nationales furent sous le régime du cours forcé les états se montrèrent en général hostiles à des stipulations de cette nature qui furent considérées en France comme contraires à l'ordre public. Maintenant encore un doute subsiste sur l'interprétation qu'il convient de donner à l'article 1895 et les clauses de référence à un étalon tabulaire sont extrêmement rares dans la pratique, sauf en ce qui concerne la rémunération de certains concessionnaires de services publics.

Il nous semble cependant évident que tous les incon-

vénients de l'instabilité de la monnaie disparaîtront le jour où l'on aura réalisé la traduction en valeur courante de la prestation que le créancier a le droit d'exiger de son débiteur à l'arrivée du terme.

Par l'adoption d'un étalon tabulaire, les deux fonctions d'intermédiaire entre les échanges et de mesure des valeurs que l'instrument des paiements assure cumulativement peuvent être dissociés d'une façon définitive.

La correction ainsi obtenue sera fatalement exacte quelle que soit l'interprétation des phénomènes monétaires à laquelle on se rallie.

Les éléments quantitatifs étant susceptibles au même titre que les facteurs qualitatifs de déterminer des variations du pouvoir d'achat de la monnaie, l'étalon tabulaire devrait être adopté par tous sans distinction de doctrine puisque seul il assure avec le minimum de complications la stricte exécution des obligations conformément à l'intention présumée des parties.

On a cependant reproché quelquefois à un pareil système sa rigidité. Certains auteurs ont pensé qu'on empiéterait sur les prérogatives de l'Etat en permettant aux particuliers de fixer par des conventions particulières l'unité de valeur devant servir à mesurer leurs obligations réciproques.

M. Gide estime même qu'une lente dépréciation de la monnaie favorise les débiteurs qui peuvent se libérer en donnant une valeur moindre que celle qu'ils ont reçue agit heureusement dans le sens d'un amortissement des capitaux.

Il est très bon, dit-il, que les vieilles dettes soient amor-

ties et ne pèsent pas jusqu'à la centième génération sur les fils et petits-fils des emprunteurs. De plus, l'étalon tabulaire basé sur des moyennes générales ne pourrait, selon lui jamais s'adapter à des besoins particuliers. Son adoption serait donc plutôt fâcheuse puisqu'elle aurait pour effet d'enrayer la loi salubre de la dépréciation de la monnaie.

On peut répondre à ces objections que le rôle de l'Etat est d'assurer le respect des contrats et que les subtils changements qu'il apporte volontairement ou involontairement dans la valeur des espèces ne sont jamais de nature à augmenter son autorité. Le grand réseau des engagements à terme échelonnés sur des mois, des années, des générations, des siècles mêmes qui forment un total considérable représenté par des effets de commerce, des hypothèques, des rentes sur l'Etat, des assurances, etc... a pour base juridique tout le droit des obligations qui s'est lentement développé avec les progrès de la civilisation et des relations commerciales. Nous qui prenons tant de peine pour régler les moindres détails d'une stipulation pour contrôler les unités de longueur et de poids, qui instituons des corps de fonctionnaires pour sauvegarder la constance de ces mesures, comment n'apercevons-nous pas la nécessité de stabiliser une unité monétaire qui s'applique à tous les contrats.

Il ne faudrait pas supposer qu'une action providentielle vienne nécessairement modifier le pouvoir d'achat de l'instrument des paiements dans le sens d'une lente dépréciation. Le dollar qui valait en 1865 deux fois moins qu'en 1860 a vu sa valeur courante quadruplée vers 1896.

En 1920, il ne représentait plus que le quart, enfin, de mai 1920 à juin 1921, une hausse rapide le ramena de 40 à 70 cent. d'avant-guerre.

Pour l'homme d'affaires, le risque des variations de la monnaie s'ajoute aux risques inhérents à ses entreprises. L'incertitude paralyse l'effort et nuit aux initiatives. Les débiteurs eux-mêmes ne sont pas avantagés car une prime d'assurance indirecte vient rapidement majorer le taux d'intérêt en période de troubles monétaires. L'un des principaux signes d'une civilisation avancée est la réduction des risques, d'où les méthodes de plus en plus perfectionnées d'assurances.

Mais celles-ci sont illusoires sans un étalon stable. La promesse d'une rente, d'une pension d'invalidité, d'une retraite ne signifie rien même garantie par des cautions ou des hypothèques si elle porte sur des quantités inconnues. Tant que l'unité de valeur est incertaine chaque contrat est une loterie, chaque contractant est un spéculateur sans le vouloir.

L'adoption généralisée d'un étalon tabulaire devrait atténuer l'ampleur des crises cycliques.

Certes, toutes les causes qui nuisent à la prospérité économique ne sont pas monétaires. La production capitaliste présente par elle-même l'inconvénient d'une grande lenteur dans son ajustement aux besoins (1). La difficulté des prévisions à longue échéance qui en est la conséquence suffit à elle seule pour expliquer une partie

(1) Aftalion. *Crises périodiques de surproductions*, tome II, page 365.

des phénomènes de surproduction qui viennent troubler l'harmonie des échanges.

Une monnaie exacte n'empêchera pas fatalement la répartition défectueuse des produits et les alternatives d'essor et de dépression qui sont jusqu'à un certain point inhérentes à la nature humaine.

Il n'en est pas moins vrai que les fluctuations des prix, bien que nominales en elles-mêmes ont une influence considérable sur les relations d'échange qui se forment entre les individus. Le jour où la monnaie cessera de mesurer les dettes et où l'unité de compte sera le produit d'un prix par un nombre indice, une augmentation ou une diminution du revenu nominal ainsi déterminé sera toujours en concordance avec une augmentation ou une diminution du revenu réel. Il ne saurait plus alors être question de rechercher les influences que la quantité de monnaie et sa vitesse de circulation exercent sur le niveau des prix, les variations de son pouvoir d'achat se trouvant automatiquement corrigées.

Nous pensons qu'une telle réforme qui a cependant pour elle l'avantage de la simplicité se heurtera longtemps encore à l'indifférence du public et à l'hostilité des gouvernements. Elle les priverait sans aucun doute d'une arme politique redoutable.

Il ne saurait entrer dans le cadre de notre étude consacrée uniquement à un problème de théorie monétaire d'émettre une opinion absolue touchant l'opportunité de la création immédiate d'un étalon tabulaire universel.

La recherche scientifique doit limiter son ambition

à déterminer les avantages que présente une méthode plutôt qu'une autre au point de vue technique.

Il paraît plus délicat d'affirmer en outre que l'état actuel des mœurs soit compatible avec une discipline aussi rigoureuse ? Notus n'oserions le soutenir d'une manière formelle bien que nous pensions, avec M. J.-P. Lazard que c'est à un jugement moral et social que se ramènent en dernière analyse les conclusions des études monétaires comme en général de toute l'économie politique.



CONCLUSION

Nous voici parvenus au terme de cette étude qui devait être d'abord uniquement consacrée à l'analyse de la vitesse de circulation de la monnaie.

Cependant, il est apparu malaisé d'isoler l'influence d'un des facteurs de l'équation de l'échange en faisant abstraction des autres, et peu à peu nous avons été tentés de reprendre à nouveau l'examen des fondements de la théorie générale.

Les deux tendances constatées dans les opinions des économistes nous ont semblé se retrouver également dans les faits, à tel point que l'unité et l'harmonie de la science pouvaient paraître compromises car nous n'avons jamais pensé qu'il suffirait d'affirmer pour les concilier que la thèse quantitative était trop sommaire et la thèse psychologique trop arbitraire.

Comme les divergences d'interprétation provenaient surtout de l'importance qu'il convenait d'attribuer à V , nos efforts se sont portés dans cette direction et nous estimons avoir défini d'une manière précise la vitesse de circulation de la monnaie en la considérant comme un coefficient d'utilisation.

Cet élément une fois dégagé, nous avons cru nécessaire d'affirmer que l'instrument des échanges avait une utilité directe ayant pour fondement le privilège exclusif conféré aux unités monétaires de pouvoir briser le troc. Comme toutes choses, la monnaie devait avoir une valeur d'usage subjective avant d'acquérir que le marché une valeur d'échange objective et nous avons estimé qu'il n'y avait pas lieu de la détacher en raison de ses particularités de la théorie générale de la valeur qui doit nécessairement avoir une portée universelle.

Néanmoins, l'expérience ayant démontré qu'avec une quantité donnée de numéraire et toutes choses égales, il pouvait y avoir un certain nombre de positions possibles des prix, il a fallu tenir compte du degré d'utilisation des espèces en circulation.

Nous avons indiqué comment on pouvait concevoir à un certain stade de la technique monétaire l'existence d'une zone d'indétermination dans les limites de laquelle les variations des balances réelles que le public désire conserver par devers lui en caisse ou en banque ne sont pas assez importantes pour provoquer des embarras sérieux de trésorerie.

Les modifications intervenues au cours des dernières années dans les pratiques bancaires et la structure interne des systèmes monétaires à étalon d'or ont contribué à augmenter de plus en plus la souplesse des éléments quantitatifs et rendu plus facile l'adaptation de la vitesse de circulation aux variations de prix dues aux fluctuations du revenu et aux prévisions.

A l'heure actuelle il semble que les influences psy-

chologiques jouent un rôle prépondérant et que le contrôle des crédits ne suffise plus à garantir la stabilité du pouvoir d'achat de l'unité monétaire.

Faut-il en conclure que les économistes classiques se sont systématiquement trompés en ne tenant compte que des facteurs quantitatifs.

Ce serait témoigner à leur égard d'une injuste sévérité et de beaucoup d'ingratitude.

En réalité, la théorie générale de la monnaie ne doit être *a priori* ni quantitative ni qualitative. Elle ne peut qu'indiquer l'existence d'un coefficient d'utilisation qui est fonction de la vélocité de la circulation.

Si dans la pratique, les limites dans lesquelles *V* pouvait avoir des fluctuations autonomes étaient autrefois relativement étroites, il est naturel que la plupart des auteurs aient particulièrement insisté sur la physionomie quantitative que présentaient les événements monétaires puisque telle était la réalité.

Aujourd'hui que les faits contemporains se trouvent d'une façon particulière sous la dépendance des facteurs psychologiques on ne peut s'étonner qu'une réaction se soit dessinée contre une interprétation périmée de la nature de l'instrument des paiements.

Ce que nous avons voulu démontrer, c'est qu'il n'y a aucune opposition de principe entre la théorie quantitative et la théorie psychologique, mais l'une est le complément de l'autre. Le domaine de la première se trouve aux frontières de la seconde.

Le volume de la circulation régit les prix sous réserve

des fluctuations indépendantes qui peuvent se produire dans la zone d'indétermination.

Réciproquement, les variations du revenu et les prévisions peuvent librement modifier le niveau des prix dans la mesure où les espèces liquides ne deviendraient pas de ce fait trop rares ou trop abondantes.

Pourquoi opposer sans cesse ces deux doctrines et donner une apparence de querelle scientifique à un problème dont la solution positive reste entière puisqu'en réalité il s'agit de savoir si l'on conservera dans l'avenir la monnaie comme mesure des valeurs.

On peut encore hésiter sur les disciplines de demain, et il est bien difficile de se rendre compte si une stabilité relative des prix reste malgré tout compatible avec la complexité de l'édifice élevé sur une base métallique fragile.

Les raisons d'incertitude, les sujets d'hésitation persistent toujours mais on doit renoncer définitivement à discuter sur une question de mots, les phénomènes monétaires apparaissant à l'analyse d'une telle ampleur qu'ils débordent bien souvent le cadre trop étroit des doctrines dans lesquelles on prétendrait les enfermer.

Nous nous sommes efforcés de préciser la nature des questions à résoudre et de déterminer avec autant de rigueur que possible l'importance relative suivant les époques des facteurs quantitatifs et qualitatifs dont le niveau des prix est fatalement résultante.

C'est souvent en vain que les recherches tendent vers la démonstration d'une vérité absolue.

Presque toujours des résultats successifs tirés de

l'observation des faits se contredisent et s'infirmement mutuellement. On approuve ou on critique souvent avec conviction mais aussi d'après une thèse préconçue qui enchaîne les meilleurs esprits ne leur permettant de voir qu'un seul côté des choses.

Il se peut d'ailleurs que nous ayons agi de même et que malgré le désir qui nous anime de discerner clairement la réalité nous ayons été influencés par nos propres illusions.

En effet cette analyse de la vitesse de circulation de la monnaie à laquelle nous nous sommes consacrés a-t-elle vraiment permis une interprétation utile et neuve des événements économiques.

L'importance croissante des éléments psychologiques permettrait-elle par exemple de considérer avec légèreté l'influence des facteurs quantitatifs. Ne serait-ce pas sous-estimer le rôle de l'inflation que d'oublier les cruelles leçons d'une époque toute récente et de prétendre qu'il suffise de contrôler uniquement l'utilisation probable d'une disponibilité nouvelle pour écarter tout danger de hausse démesurée.

Peut-on même espérer stabiliser les prix par une pression sur certains éléments subjectifs dont les réactions ne seraient prévisibles que lorsqu'elles cesseraient d'être individuelles pour devenir collectives.

Bien que nous nous soyons efforcés d'apporter dans ce domaine des précisions nécessaires, pourquoi ne pas avouer notre scepticisme au sujet de l'établissement futur d'un équilibre monétaire providentiel. L'utilisation de l'instrument des échanges est devenue si

technique, si artificielle, si subtile même, pourrions-nous dire, qu'il semble vain d'établir des coefficients de probabilité devant servir de guide pour l'avenir, et de chercher à acquérir d'une façon durable la maîtrise de phénomènes de cet ordre.

Nous pensons seulement que le moment n'est peut-être pas très éloigné où les hommes cessant de mesurer toutes les valeurs échangeables en les confrontant avec une seule, renonceront d'eux-mêmes à une balance aussi peu fidèle que la monnaie. Sans doute paraîtra-t-il alors singulier qu'il ait fallu tant de siècles pour franchir la courte distance qui sépare les contrats conclus sur la base d'une marchandise déterminée, de ceux qui sont régis par un étalon tabulaire .

VU : *Le Doyen de la Faculté,*

H. BERTHELEMY.

VU : *Le Président de la thèse,*

A. AFTALION.

VU ET PERMIS D'IMPRIMER

Le Recteur de l'Académie de Paris,

S. CHARLETY.

BIBLIOGRAPHIE

COURS PROFESSÉS A LA FACULTÉ DE DROIT DE PARIS

RIST (MM.). — *Cours de Doctorat*, 1918-1919.

— *Cours de Doctorat*, 1924-25.

GERMAIN-MARTIN. — *Cours de Doctorat*, 1926-27.

AFTALION. — *Cours de Doctorat*, 1928-29.

TRAITÉS GÉNÉRAUX

GIDE..... *Economie politique*.

COLSON..... id.

SAY (Jean-Baptiste).. id.

TRUCHY..... id.

STATISTIQUES GÉNÉRALES

The Economist 1919-29

Statistic id.

Bulletin du federal reserve id.

Bulletin de la statistique générale de France. id.

Revue du service économique de Harvard... id.

OUVRAGES, BROCHURES ET ARTICLES EN LANGUE ANGLAISE

ANDERSON. — *The Fallacy of stabilised dollar*. Chase economic bulletin, août 1920, New-York, page 1-16.

— *The gold Standard Versus « A managed currency*. Chase economic bulletin, vol. 5, pages 3-39, New-York, 1925.

— *The value of money*. New-York, 1922.

BELLERBY (J.-R.). — *Monetary stability*. Londres, Macmillan et Cie, 1925.

— *Control of credits as a remedy for Unemployment*. Londres, King and son, 1923.

CASSEL (Gustave). — *The worlds monetary problems*. (Deux mémoires pour la Société des Nations). Londres, Constable et Cie, 1921.

CANNAN (Edwin). — *An Economist's protest*. London, P. S. King and son, 1927.

— *Money in Connexion with rising and falling prises*. 5^e édition révisée. Londres, P. S. King and son, 1926.

CLARK (J.-M.). — *Possible complications of the Compensated dollar*. American economic. Rewiew, septembre 1923, pages 576-588, Cambridge mass American economic association 1913.

CHAMBRE DES REPRÉSENTANTS DES ETATS-UNIS. — *Discussion du projet de loi Goldsborough devant la commission des banques et de la monnaie à la Chambre des Représentants*, 68^e Congrès, pre-

mière session, 494, Washington, Imprimerie Officielle, 1925, 94 pages.

- *Stabilisation, discussion du projet de loi Strong* devant la commission de la monnaie à la Chambre des Représentants. 69^e congrès, 1^{re} session, 7.895, partie I, page 1631, partie II, pages 633-1145, Washington, imprimerie Officielle, 1927.

COMMONS (J.-R.). — *Prices stabilization and the Federal Reserve System*. The Annalist, 1^{er} Avril 1927, pages 459-462, New-York, times Publishing Company, 1927.

FISHER (Irving). — *Stabilizing the dollar*. New-York, Macmillan, 1920.

- *The money illusion*. New-York, Adelphi, 1928.
- *Objections to a compensated dollar answered*. American economic Review, décembre 1914, page 818-832. Cambridge, American economic association.

FISHER (Willard C.). — *Tabular Standard in Massachusetts history*. Quarterly journal of Economics, mai 1913, pages 417-451, Cambridge Mass Harvard University press, 1913.

HAWTREY. — *Monetary reconstruction*. London, 1923. Songmann green and co.

- *Currency and credit*. London, 1923. (2^e édition), Longmann green and co, 1923. Economic journal, juin 1924. Septembre 1926.

KEYNES (J.-M.). — *Monetary reform*. New-York. Harcourt Brace et Cie, 1924.

- LEHBELDT (R.-A.). — *Restauration of the World's currencies*. Londres, P. S. King and son, 1923.
- LAWRENCE. — *Stabilisation*. New-York, 1928.
- MARSHALL (Alfred). — *Remedies for Fluctuations of general prices*. The contemporary. Review, mars 1887, page 371, Londres 1887, réimprimé dans les mémoires d'Alfred Marshall, pages 188-211. Londres, Macmillan and co, 1925.
- PIGON (A.). — *Industrial fluctuations*. Londres, Macmillan et Cie, 1927.
- ROBERTSON. — *Banking policy and the price level*. P. S. King and son, Westminster, 1926.
- TAUSSING (F.-W.). — *The plan for a compensated dollar*. Quarterly, journal of economics, mai 1913, pages 401-416, Cambridge mass Harvard University Press, 1913.

LANGUE ALLEMANDE

- EGGENSCHWILLER. — *Die kaufkraft des geldes*. Verhandlungen des vereins für Sozial politik. Vienne, 1913.
- EBSTERK. — *Die Seele des geldes grundlagen*, 1920, in-8°, Bibliothèque nationale, 8° 31.158.
- GESELL (Sihio). — *Die naturliche wirtschaftsordnung durch freiland und freigeld*. Eden Oranienburg près Berlin, 6° édition 1925.
- KIRMAYER (Karl). — *Die quantitätstheorie* Jena 1922. Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, 1924. Mises,

- TAUCHER (W.). — *Banknotenpolitik und konjunktur und krise. Jahrbucher fur National oeconomie und Statistik*, janvier 1927, pages 1-38.
- WIESER. — *Verhandlungen des verins für Social politik*, in Wien, 1909, pages 497 et suivantes.
- *Theorie der Gesellschaftlichen Wirtschaft*. Vienne, 1924.

LANGUE FRANÇAISE

- AFTALION (A.). — *Les crises de surproduction*. Paris, Sirey, 1913.
- *La théorie quantitative*. (Revue d'économie politique, 1925).
- *Prix, Circulation, Change*. (Revue d'économie politique, 1925).
- *Monnaie, Prix et Changes*. Paris, Sirey, 1927.
- *Monnaie et Industrie*. Paris, Sirey, 1928.
- ASCH (Sylvain). — *La circulation monétaire*. Thèse doctorat. Université Strasbourg, 1924.
- AUPETIT. — *Essai sur la théorie générale de la Monnaie*. Thèse Paris, 1901.
- BONNET (Georges-Edgar). — *Les expériences monétaires contemporaines*. Paris, Armand Colin, 1929.
- CANTILLON (Richard). — *Essai sur le commerce*. Londres, 1755, sans nom d'auteur. Réédité en 1892 pour le compte de l'Université de Harvard. La Faculté de Droit de Paris en possède un exemplaire.

CIEZTOWSKY. — *Du Crédit et de la Circulation*. Paris, Guillaumin, 1884, 3^e édition.

CASSEL (Gustave). — *La Monnaie et le Change après 1914*. Traduction Georges Lachapelle, Paris, Giard, 1923.

ESSARS (DES) (Pierre). — *Journal de la Société statistique de Paris*, 1895.

— *La vitesse de circulation de la Monnaie*. (A. Picart et Fils, 1895, in-8°. Bibliothèque Nationale 8° R., Pièce 6.107.

FILIPI (Jean). — *La stabilisation des prix*. Thèse Paris, 1929.

FISHER (Irving). — *Le pouvoir d'achat de la monnaie*. Paris.

— *L'illusion de la Monnaie stable*. Paris, Payot, 1929.

GERMAIN-MARTIN (Henry). — *De la prétendue faillite des lois économiques après 1914*. Thèse Paris, 1925.

KEYNES. — *La réforme monétaire*. Paris, Kra, 1924.

— *Réflexions sur le franc*. Paris, Kra, 1928.

LAW. — *Œuvres diverses*. Collection des grands Economistes.

LAZARD (J.-P.). — *Politique et théories monétaires d'après-guerre*. Sirey, 1927.

LESCURE. — *La baisse des prix et ses problèmes*. Sirey, 1921.

— *Le problème des réparations*. Paris, Plon, 1922.

— *Les crises de surproduction*. Paris, Sirey, 1923.

NOGARO (Bertrand). — *La monnaie et les phénomènes monétaires contemporains*. Paris, Giard, 1924,

- OUALID (William). — *Leçons sur la Monnaie et les problèmes monétaires professées pendant l'année 1926-27*. Sirey, 1927.
- PETITOT et CARTELIER. — *De la recherche d'un étalon stable de valeur*. Paris, Dalloz, 1924.
- POSÉ. — *De la théorie monétaire à la théorie économique*. Paris, Sirey, 1929.
- RIST (Charles). — *La déflation en pratique*. Paris, Giard, 1924.
- RICARDO. — *Œuvres diverses*. Collection des grands Economistes.
- ROMIER (Lucien). — *Explications de notre temps*. Paris, Grasset, 1925.
- RUEFF. — *La monnaie (Statique)*. Paris, Payot, 1927.
- SOMBART (Werner). — *Les Juifs dans la vie économique*. (Traduction Jankélévitch). Paris, Payot, 1923.
- WALRAS. — *Éléments d'économie politique pure et théorie de la richesse sociale*. Lausanne, Paris et Bâle, 1874-77.
- DIVERS. — Articles de MM. Aftalion, Gide, Truchy, Despoux, etc..., dans *l'Information Financière*.
-

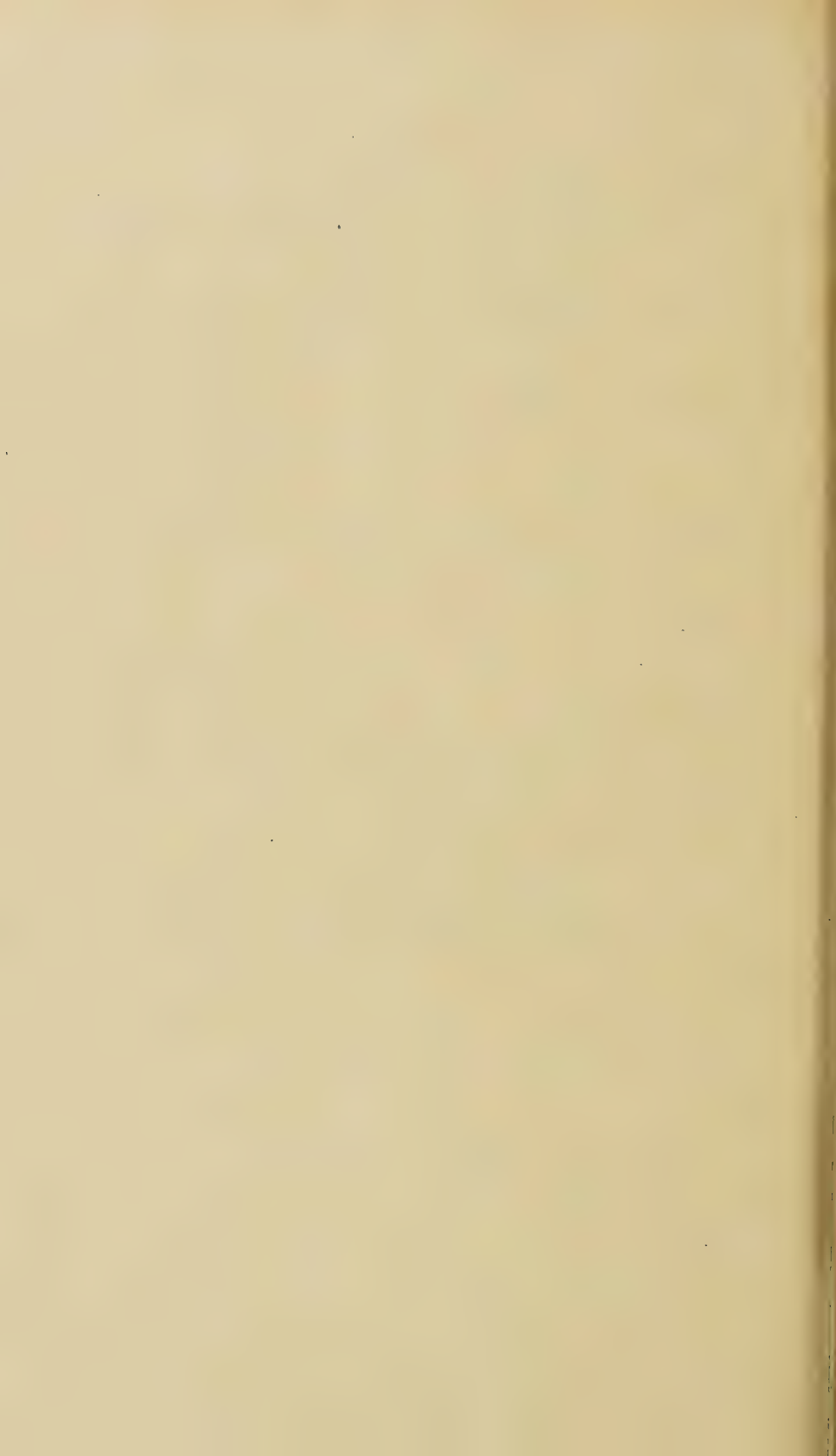


TABLE DES MATIÈRES

PREMIERE PARTIE

LA VITESSE DE CIRCULATION DE LA MONNAIE CONSIDÉRÉE EN ELLE-MÊME

PRÉFACE	7
CHAPITRE I. — La théorie de la valeur et la théorie générale de la monnaie.....	13
CHAPITRE II. — L'utilité de la monnaie et la série de ses utilités	23
CHAPITRE III. — La vitesse de circulation, facteur de l'utilité de la monnaie.....	38
CHAPITRE IV. — La monnaie dans l'espace (com- pensation) et dans le temps (crédit).....	56
CHAPITRE V. — L'encaisse désirée, facteur de la vitesse de circulation	75

DEUXIEME PARTIE

LA VITESSE DE CIRCULATION EN FONCTION DES REVENUS ET DES PRIX

CHAPITRE I. — La monnaie mesure de valeur et la formation des prix	95
---	----

CHAPITRE II. — Les théories du revenu et la théorie générale de la monnaie	110
CHAPITRE III. — La demande de monnaie et l'exé- cution des obligations	149
CHAPITRE IV. — L'évolution des facteurs quanti- tatifs et qualitatifs dans les différents sys- tèmes monétaires	166

TROISIEME PARTIE

LES THÉORIES MONÉTAIRES ET LE CHOIX D'UN ÉTALON DE VALEUR

CHAPITRE I. — La monnaie dirigée corrolaire de la théorie quantitative	189
CHAPITRE II. — L'étalon monétaire <i>variable</i> . (Théorie de Keynes et de Fisher.....)	205
CHAPITRE III. — La monnaie corrigée par les in- dices, étalon tabulaire de valeur.....	213
CONCLUSION	223
BIBLIOGRAPHIE	229

